TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
AVRUPA BİRLİĞİ VE ULUSLARARASI EKONOMİK İLİŞKİLER
ANABİLİM DALI
EKONOMİ-MALİYE BİLİM DALI

AVRUPA MERKEZ BANKASI'NIN EURO BÖLGESİ ÜZERİNDE FİYAT İSTİKRARLANDIRICI ROLÜ

Yüksek Lisans Tezi

Muzhgan ABDULLAZADE

ANKARA 2018

TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
AVRUPA BİRLİĞİ VE ULUSLARARASI EKONOMİK İLİŞKİLER
ANABİLİM DALI
EKONOMİ-MALİYE BİLİM DALI

AVRUPA MERKEZ BANKASI'NIN EURO BÖLGESİ ÜZERİNDE FİYAT İSTİKRARLANDIRICI ROLÜ

Yüksek Lisans Tezi

Muzhgan ABDULLAZADE

Tez Danışmanı Prof. Dr. Berrin CEYLAN ATAMAN

ANKARA-2018

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR DİZİNİ ..... **vii**

TABLOLAR DİZİNİ ..... **ix**

GRAFİKLER DİZİNİ ..... **x**

GİRİŞ **1**

BİRİNCİ BÖLÜM **5**

AVRUPA MERKEZ BANKASI **5**

1.1. AMB'nin Tarihsel Gelişimi **5**

1.1.1. Werner Raporu 6

1.1.2. Delors Raporu 7

1.1.3. Maastricht Antlaşması 7

1.1.4. Ekonomik Parasal Birliğin Aşamaları 8

1.1.5. Euro'ya Dönüşüm ve Faydaları 11

1.1.6. Eurosistem 14

1.1.7. Avrupa Merkez Bankaları Sistemi (AMBS) 15

1.2. AMB'nin Kurumsal Yapısı **16**

1.2.1. Guvernörler Kurulu 18

1.2.2. Yönetim Kurulu 19

1.2.3. Genel Konsey 20

1.3. AMB'nin Görevleri **22**

1.4. AMB'nin Sermaye Yapısı **23**

1.5. AMB'nin Uyguladığı Para Politikası **25**

1.5.1. AMB'nin Para Politika Araçları 26

İKİNCİ BÖLÜM **36**

AMB'NİN PARA POLİTİKASI VE EURO BÖLGESİ ÜZERİNDE UYGULAMASI **36**

2.1. AMB'nin Para Politika Stratejileri **36**

2.1.1. Fiyat istikrarı 36
2.1.2. Finansal İstikrar 39
2.1.3. Fiyat İstikrarı ile Finansal İstikrar Arasındaki İlişki 40
2.1.4. Döviz Kur Politikası 42
2.1.5. Ödemeler Sistemi (TARGET) 44
2.2. Euro Bölgesi'nin Özellikleri ve Gelişmesi **52**
2.2.1. Euro Bölgesi'nde Para Politikası 53
2.3. AMB'nin Uyguladığı Para Politikasının Euro Bölgesi Dışındaki Ülkelere Etkisi ve Yayılması **75**
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM **84**
EURO BÖLGESİ VE 2008-2009 KÜRESEL EKONOMİK KRİZ **84**
3.1. Kriz Kavramı **84**
3.2. Ekonomik Kriz **84**
3.3. Finansal Kriz ve Nedenleri **85**
3.3.1. Finansal Kriz Türleri 89
3.4. Euro Bölgesi'nde 2008 Finansal Krizi **97**
3.5. Euro Borç Krizi **100**
3.6. AMB'nin Euro Krizine Cevabı **105**
3.6.1. Krizden Kurtulma Mekanizmaları 107
3.6.2. Kamu Maliyesinin Güçlendirilmesi 108
3.7. Krizden Çıkan Dersler **109**
SONUÇ **111**
ÖZET **117**
ABSTRACT **118**
KAYNAKÇA **119**

KISALTMALAR DİZİNİ

AB	Avrupa Birliği
ABA	Avrupa Birliği Antlaşması
ABB	Avrupa Bankacılık Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ABO	Avrupa Bankacılık Otoritesi
AET	Avrupa Ekonomik Topluluğu
AKÇT	Avrupa Kömür Çelik Topluluğu
AMB	Avrupa Merkez Bankası
AMBS	Avrupa Merkez Bankaları Sistemi
AP	Avrupa Parlamentosu
APİF	Avrupa Para İşbirliği Fonu
APE	Avrupa Para Enstitüsü
APS	Avrupa Para Sistemi
BSE	Balassa Samuelsin Etkisi
DKM	Döviz Kur Mekanizması
EPB	Ekonomik Parasal Birlik
FED	Amerika Merkez Bankası
GSYİH	Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla
HCIP	Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyat Endeksi
EFSF	Avrupa Finansal istikrar Fonu
ESFM	Avrupa Finansal İstikrar Mekanizması
ESM	Avrupa İstikrar Mekanizması
Euratom	Avrupa Atom Enerjisi Topluluğu

İMF	Uluslararası Para Fonu
İSO	Uluslararası Standartlar Kuruluşu
OMT	Kesintisiz Para İşlemleri Programı
RGTS	Gerçek Zamanlı Brüt Ödeme Sistemleri
SGP	İstikrar ve Büyüme Paktı
SMP	Menkul Kıymet Piyasaları Programı
TFEU	Avrupa İşbirliğinin İşleyişi Hakkında Antlaşma
UMB	Uluslararası Merkez Bankası

TABLOLAR DİZİNİ

Tablo 1. Avrupa Merkez Bankasının Kurumları 17

Tablo 2. Euro Bölgesi Ulusal Merkez Bankalarının 2016 yılındaki AMB Sermayesi İçindeki Payları 24

Tablo 3. Avrupa Merkez Bankasının para politikası araçları 28

Tablo 4. TARGET Sistemi Yapısı ve Bileşenleri 47

Tablo 5. Fiyat İstikrarının Temel Nesnesi: Ekonomik ve Parasal Analiz 54

Tablo 6. Enflasyona Etki Eden Faktörler 61

Tablo 7. Finansal Krizin Sınıflandırılması 89

Tablo 8. Birinci Nesil Kriz Modelleri İle İkinci Nesil Kriz Modelleri Arasındaki Farklar 92

Tablo 9. 2007-2010 Yılları Arasında AB Ülkelerinin Devlet Borçlarının Evrimi 103

GRAFİKLER DİZİNİ

Grafik 1. TARGET 1 1999-2007 yılları arasındaki İşlemlerinin Hacmi ve Değeri 48

Grafik 2. TARGET 2'nin 2008-2016 yılları arasındaki iş hacmi,..... 51

Grafik 3. 2016 yılına kadar uluslararası para sisteminde Euro'nun ikinci en önemli para birimi olması 59

Grafik 4. 1999-2017 yılları arasında AMB' in enflasyon oranları 64

Grafik 5. 1999-2016 yılları arasında Euro Bölgesi ülkelerinde enflasyon farklılıkları. 68

Grafik 6. Euro Bölgesinde 1999-2017 yılları arasında Para Arzı 71

Grafik 7. Maastricht Anlaşması ile ilişkili olarak Euro Bölgesi ülkelerinde yüzde GSYİH cinsinden Devlet Bütçe Açığı 72

Grafik 8. Maastricht Anlaşması ile ilişkili olarak Euro Bölgesi ülkelerinde yüzde GSYİH cinsinden Devlet Borcu..... 73

Grafik 9. Euro Bölgesi ile Euro Bölgesi dışındaki AB Ülkelerinin enflasyon oranlarının karşılaştırılması. 79

GİRİŞ

Temeli Roma Antlaşmaları ile atılan Avrupa Birliği tarihte ilk imzasını 1952 yılında atmıştır. Avrupa Birliği (AB), Avrupa'da 28 ülkenin katılımdan oluşmaktadır. Avrupa Birliği'nin yaratılmasındaki amaç gelecekte üye ülkeler arasında malların, hizmetlerin sermayenin ve kişilerin serbest dolaşımını kolaylaştıran ortak pazarın yaratılmasıdır. Bundan dolayı, AB'nin yaratıldığı günden itibaren çeşitli entegrasyonlar ve değişimler sonucunda Ekonomik Parasal Birlik (EPB) yaratılmasına gerek duyulmuştur. Haliyle EPB, AB ekonomilerinin entegrasyonunda önemli bir adım oluşturmuştur. EPB üye ülkeler arasında ortak bir para politikası ve ortak bir para birimi olan Euro'yu kapsamaktadır. AB tarihinde Euro'nun yaratılması başarılı ve gurur verici bir adım olarak kabul edilmiştir. AB'nin on dokuz ülkesinde yapılan kamuoyu yoklamasında, Euro'ya geçişin ekonomik büyümeye katkıda bulunacağı ve parasal istikrar getireceği düşüncesi ortaya çıkmıştır.

Euro'nun oluşturulmasından önce birçok araştırmacı, Avrupa kıtasında para birliğinin başarısız olacağını düşünmekteydiler. Ancak Euro kullanılmaya başlandığı günden itibaren başarılı olmuş, dünya çapında tanınan bir para birimi haline gelmiştir. En önemlisi ise Euro Bölgesi'nde fiyat istikrarı sağlanmıştır. Zaman içinde çevredeki herkes Avrupa'nın tek bir para birimine sahip olduğu için, başarısızlık riskinin daha düşük olduğuna inanmaya başlamışlardır.

Tek para birimi olan Euro'nun piyasaya sürülmesiyle, Euro Bölgesi'nde tek para politikasının yönetilmesi sorumluluğunu Avrupa Merkez Bankası (AMB) üstelenmiştir. AMB, temel faiz oranlarını belirleyen ve para arzını kontrol ederek fiyat istikrarını sürdürme yetkisine sahip olan on dokuz Euro Bölgesi'nin merkezi bankasıdır.

AB'nin İşleyişine İlişkin Antlaşma'nın 127. Maddesi uyarınca, AMB'nin ana hedefi, orta vadede fiyat istikrarını sürdürmektir. Euro Bölgesi oluşturulduğundan beri AB ülkelerindeki enflasyon oranlarında belirgin bir düşüş gerçekleşmiştir. Özellikle, AB tarafından uygulanan para politikası sayesinde 1999-2010 yılları arasındaki enflasyon oranı Euro'dan önceki dönemlerdeki oranlardan daha düşük olduğu görülmektedir.

AMB'nin para politikası, Euro Bölgesi'ndeki ülkelerin enflasyon oranlarında olumlu bir etki sağlamış, ama yine de olası bir dünya genelindeki krize karşı AB ülkelerinin ekonomilerini desteklemiştir. Enflasyon oranının yaklaşık yüzde 2 civarında istikrarlı seyretmesi ve bu hedefe ulaşmak için kısa vadeli faiz oranlarının tercih edilmesinin yeterli olduğu düşünülmektedir. Dolayısıyla AMB bu konuda etkili rol oynamaktadır. Burada para politikacılarının mali krizin oluşmasından sonra finans sektörüne müdahale etmesi ve kararlı faiz indirimleriyle makroekonomik zararı en aza indirgemeleri gerektiği belirtilmektedir. Krizin ortaya çıktığı göz önünde bulundurulduğunda, finansal dengesizliklerin hesaba katılmadığı ve fiyat istikrarının tehlikeye atıldığı görülmüştür. Krizden alınacak en önemli ders, para politikasının kuramsal ve deneysel temellerinin hem bankacılık sektörüne hem de mali yetersizliğe daha fazla önem verilmesi gerektiğidir. Her ne kadar AMB, Euro Bölgesi'nin dağılmasının önlenmesinde önemli rol oynasa da ortak para biriminin geleceğinin sadece onun elinde olmadığı aşikârdır. Avrupa krizi çözülmekten uzak görülmektedir. Çünkü Euro Bölgesi en uygun para birimini sağlayamadığı için, Avrupa'da para birliği içerisindeki gerginliklerin artmasına yol açabilmektedir. Krizin önlenebilmesi için AMB tarafından bazı mekanizmalar uygulanmıştır. Bu kurulan mekanizmaların amacı, finansal sorunlarla karşı karşıya kalan Euro Bölgesi ülkelerinin borçlanma maliyetlerini düşürebilmektir. Borçlanma maliyetlerinin azaltılabilmesinin en etkili yollarından biri Euro Bölgesi'nin bir bütün olarak borçlanması ve mali problemlerle karşı karşıya kalan

üye devletlere daha uygun koşullarla kredi temin edilmesidir. Kriz öncesi dönemde para politikası kararlarının genellikle mali sektör üzerinde yalnızca küçük bir rol oynadığı ya da hiçbir rol oynamadığı modellerine dayanmaktadır. Bu nedenle krizden alınacak en açık ve önemli ders, para politikasının kuramsal ve deneysel temellerinin hem bankacılık sektörüne hem de mali yetersizliğe daha fazla önem verilmesi gerektiğidir. Çoğu araştırmacı krize kadar varlık fiyatlarındaki artışların zamanında tespit edilmesinin zor olduğunu ve faiz oranlarının bu artışları erken aşamada indirmeye yönelik bir aracı bulamayacağını düşünmektedirler. Krizin üstesinden gelmek için, bütün büyük merkez bankaları para politikalarında standart dışı tedbirler uygulamışlardır. Çoğunlukla AMB'nin daha sert adımlar atmasını; Avrupa'lı politikacılar arasında sürekli uyuşmazlık (özellikle güçlü Alman itirazı), Avrupa egemen borç piyasasının parçalanması ve Avrupa'daki farklı finans modelleri engellemiştir. Dolayısıyla çok düşük enflasyon ortamında, finansal istikrar fiyat istikrarının önüne geçmiş, finansal istikrarsızlığın düşük enflasyon ortamında bile gelişebileceğini gösterilmiştir. Bu nedenle finansal istikrarın kesinlikle fiyat istikrarının amacından bağımsız olarak ele alınması gerekmektedir.

Euro Bölgesi ve diğer yerlerde merkez bankalarının dikkate almaları gereken başlıca dersler şunlardır: Birincisi para politikası, fiyat istikrarı sağlanması için mali istikrarsızlığın etkilerini göz önünde bulundurarak belirlenmelidir; çünkü para ve kredi toplamları bu konuda yararlı bilgiler sağlayabilir. İkincisi fiyat istikrarının korunması para politikasının ana hedefi olmaya devam ederken, para politikasının faizi finansal dengesizliklerin üstesinden gelmek için çok fazla bir araç sağlayamaz ve bu yüzden finansal istikrarın makro risklerini kendi azaltan bir sistematik gerekliydi. Üçüncüsü, fiyat istikrarı için sürdürülebilir ve düşük enflasyon oranı gerekli olarak görülmeye devam edilmelidir. Son olarak, istikrar odaklı ihtiyatlı maliye politikası olmaksızın, para politikasının düşük faiz oranları yüzünden zorlaşan fiyat istikrarı sağlanmalıdır.

Euro Bölgesi'nin 2009 ve 2011 yılları arasındaki Euro borç krizinin ortaya çıkmasından sonra, AMB sınırsız bir tahvil alım programı, negatif faiz oranlarının kullanılması ve 1,2 trilyon dolarlık bir parasal rahatlama planı dâhil olmak üzere, bir dizi sıra dışı para politikası uygulayarak krize yanıt vermektedir.

Bu tez çalışmasında AMB'nin, Euro Bölgesi üzerindeki fiyat istikrarlandırıcı rolü incelenmiştir. Bu doğrultuda birinci bölümünde, AMB'nin gelişim tarihi, kurumları, görevleri, amaçları hakkında bilgi verilmektedir. Tezin ikinci bölümünde AMB'nin uyguladığı para politikasının stratejileri, Euro Bölgesi'nde enflasyon ve enflasyon farklılıkları, enflasyona etki eden faktörler, Euro'nun fiyat istikrarındaki rolü, Euro Bölgesi ve Euro Bölgesi dışındaki ülkelerin ekonomik durumları tartışılmaktadır. Üçüncü bölümde dünya ekonomisinde ortaya çıkan, önce ABD'de başlayan finansal kriz, bu finansal krizin nedenleri, daha sonra Avrupa ülkelerine doğru giderek orada başlayan Euro borç krizi, onun nedenleri ve sonuçları anlatılmaktadır. Aynı zamanda kriz döneminde Euro Bölgesi ülkelerinin ekonomi durumları, AMB'nin krize nasıl yanıt verdiği, krizden Euro Bölgesi için çıkan sonuçlar ve krizden sonra Euro'nun durumu ve fiyat istikrarlandırıcı rolü tartışılmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

AVRUPA MERKEZ BANKASI

1.1. AMB'nin Tarihsel Gelişimi

İkinci Dünya Savaşından sonra dünyada bölgeselleşme eğilimi yayılmış ve bölgeselleşme eğilimi Avrupa'dan başlamıştır. AB de İkinci Dünya savaşından sonra başlayan bölgeselleşme girişimleri arasında yer almaktadır. AB'nin yaratılmasında amaç, savaşların ve krizlerin bir kez daha kıtayı tehlike altına atma riskini ortadan kaldırmaktır. AB, insanların, malların, sermaye ve hizmetlerin serbest dolaşımına dayanan ortak bir pazar fikrinin gelişimi ile beraber ortaya çıkmıştır. AB demokrasi, eşitlik, hukukun üstünlüğü ve insan haklarına saygı değerleri üzerinde inşa edilmiştir.

Avrupa'daki EPB'nin temeli, 1 Ocak 1958'de yürürlüğe giren Roma Antlaşması[1]na dayanmaktadır. Ancak, o dönemde Roma Antlaşması yazarlarının aklında tek para birimi gibi bir düşünce oluşmamıştır. Bu antlaşmanın amaç ve hedefleri çok daha sınırlı olmuştur. EPB'nin gerçekleşmesine, 1989 yılında Avrupa Konseyi tarafından karar verilmiştir. Ortak para birimi fikri, ilk olarak 24 Ekim 1962 tarihinde Avrupa Komisyonu'nun Marjolin Memorandumunda başlatılmıştır. Komisyon bu memorandumda, gümrük birliği üye devletlerinin para birimleri arasında, sabit döviz

[1] Avrupa Ekonomik Topluluğunu (AET) kuran Antlaşma ve Avrupa Atom Enerjisi Topluluğunu (Euratom) kuran Antlaşma. Antlaşmalar 1 Ocak 1958'de yürürlüğe girmiştir. İki yeni Topluluk, 1952'de 50 yıllık bir süre için kurulan Avrupa Kömür ve Çelik Topluluğu'na (AKÇT) eklenmiştir.

kuru ile ekonomik birliğe gidilmesini talep etmiştir. Daha sonra 1964 yılında, AET üye devletlerinin merkez bankalarının (Guvernörler Komitesi) komitesi kurulmuştur. [2]

1969 yılında Avrupa Komisyonu tarafından Toplulukta ayrı bir parasal kimliğin yaratılması için bir plan sunulmuş ve buna bağlı olarak da 1970 yılında Werner Raporu yayınlanmıştır.

1.1.1. Werner Raporu

EPB'nin yaratılması, topluluk içerisinde hala 1970'li yıllarının başlarında gündeme gelmiştir. Werner Raporu bu konuda atılmış ilk adımları oluşturmuş, rapor, 1980'lerin başında EPB'nin kurulmasına yol açmayı amaçlamıştır.[3] Bu raporda, üye ülke para biriminin dalgalanma marjının daraltılması, finansal piyasaların entegrasyonu, sermayenin serbest dolaşımının sağlanılması, para biriminin geri dönülmez şekilde sabitlenmesi ve tek para birimin kullanılması kararları alınmıştır. Mart 1971'de Üye Devletler bir EPB oluşturmayı kabul etmişler. İlk aşamada üyelerin para birimlerinin dalgalanma marjlarının aşamalı olarak daraltılması için bir "Topluluk Sistemi" oluşturulması istenmiştir. Bu doğrultuda 1973 yılında Avrupa Para İşbirliği Fonu (APİF) kurulmuş, bu kurum merkez bankalarının gelecekteki topluluk organizasyonunun özeti olarak bilinmektedir. Mart 1979'da parasal entegrasyon süreci, Avrupa Para Sistemi'nin (APS) oluşturulmasıyla yeniden başlatılmış, 1979 yılında APS kurulmuştur.[4] APS sistemi, döviz piyasası yönetiminin etkinliğini sağlamak ve koordine etmek için yapılan düzenlemeler sistemidir. Böylece "Avrupa'da parasal istikrar bölgesi" yaratmak istenilmiştir. Mart 1979'a kadar, sekiz para birimi, yeni Döviz Kuru

[2] H.K. Scheller, The European Central Bank History, Role and Functions, second revised edition, 2004, s. 16.
[3] ibid, s. 17.
[4] ibid, s. 19.

Mekanizması (DKM)[5] tarafından belirlenen kurallara göre işlem görmüştür.[6] 1980 yılına kadar birkaç aşamada EPB'nin yaratılması önerilmiştir. Ama Werner Raporu'nun önerileri hiçbir zaman uygulanmamış, Bretton Woods'un dağılması ve 1973 yılında Petrol krizinden kaynaklanan ekonomik gelişmelerden dolayı da EPB hedefleri de ertelenmiştir.[7]

1.1.2. Delors Raporu

Haziran 1988 yılında Avrupa Konseyi EPB'nin aşamalı olarak gerçekleştirilmesine yönelik adımlar atılmıştır. Bu plan Avrupa Konseyi başkanı Jacques Delors tarafından uygulanmış ve EPB'ye giden somut aşamaları belirlemiştir. Bu rapora göre tek ve ortak para aracılığı ile istikrarlı bir para aracının yaratılabilmesinin üç temel koşulu bulunmaktadır. Birinci koşul ulusal paraların geri döndürülemez şekilde konvertibilitesinin sağlanması, ikinci koşul sermaye hareketlerinde serbest dolaşım ile finans sektörünün bütünleşmesine yönelik düzenlemelerin sağlanması ve sonuncu koşul ise ulusal paralar arasında kurların sabitlenmesidir.[8]

1.1.3. Maastricht Antlaşması

[5] DKM, 1979'da APS'nin bir parçası olarak kurulmakta ve para birimlerinin birbirine göre ± yüzde2,25 oranında dalgalanmasına izin vermekteydi. 1993 yılında kurulan DKM-2, döviz kurlarını Euro karşısında tanımlamaktadır. Ancak dalgalanmaların marjları daha esnek olmaktaydı. (bkz: Baldwin & Wyplosz, 2012:392).

[6] R. Minikin, The ERM Explained - A Straightforward Guide to the Exchange Rate Mechanism and the European Currency Debate, March, 1993, s.11.

[7] S. Hämäläinen, European Economic and Monetary Union - principles and perspectives, Gutenburg University, 1999.

[8] European Commission, Report on Economic and Monetary Union in the European Community, Luxemburg: Official Publication of the European Community, 1989.

7 Şubat 1992 tarihinde, Hollanda'nın Maastricht kentinde imzalanarak, 1 Kasım 1993'de yürürlüğe giren Avrupa Birliği Antlaşması (ABA) (Maastricht Antlaşması), EPB'nin aşamaları, bu aşamalarda izlenecek ekonomik ve parasal politikalar ve bu politikaların uygulanması için gerekli kurumsal değişiklikler ayrıntılı olarak düzenlemiştir.[9] Bu antlaşmada her ülkenin Euro Bölgesi'ne girmesi için gerekli şartlar belirlenmiştir. Belirlenen ölçütlerin hepsi nominal yakınsama kriterlerinden oluşmakta olup, bu kriterler aşağıda sıralanmıştır:

- Enflasyon; AB ülkeleri arasındaki en düşük üç ülkede enflasyon oranının ortalamasından yüzde 1,5'ten daha fazla olmamalı;
- Uzun vadeli faiz oranı; düşük enflasyonlu üç ülkede ortalama değerin yüzde 2'sinden daha fazla olmamalı;
- Döviz kuru; ulusal para biriminin devalüasyonundan ve üyelikten iki yıl önce, DKM üyeliği;
- Devlet bütçe açığı; GSYİH'in yüzde 3'ünü aşmamalı;
- Devlet borcu; GSYİH'in yüzde 60'ını geçmemeli şeklindedir.[10]

Maastricht Antlaşması ile AET yerine, ilk kez Avrupa Topluluğu terimi kullanılmaya başlanmıştır.

1.1.4. Ekonomik Parasal Birliğin Aşamaları

17 Nisan 1989 tarihinde ortaya çıkan Delors Raporu ile EPB üç aşamada ele alınmıştır.[11]

[9] S. Dilekli, K. Yeşilkaya, Maastricht Kriterleri, Devlet Planlama Teşkilatı, Avrupa Birliği ile İlişkiler Genel Müdürlüğü, Aralık, 2002, s. 3.

[10] P. Afxentiou, Convergence, the Maastricht Criteria and Their Benefits, The Brown Journal of World of Affairs, 7(1), Winter/ Spring 2000, s. 245-254.

1.1.4.1.Birinci Aşama

EPB'nin birinci aşaması 1 Ocak 1990 tarihinde başlayıp, 31 Aralık 1993 tarihinde tamamlanmıştır. Bu aşamada Maastricht Antlaşması ile belirlenen bütün önlemler uygulanmıştır. Birinci aşamada iç pazarın tamamlanması, üye ülkelerin ekonomik politikaları arasındaki farklılıkların azaltılması, finansal bütünleşmenin önündeki tüm engellerin kaldırılması ve parasal işbirliğinin yoğunlaştırılması üzerine odaklanılması öngörülmüştür.[12] Aynı zamanda AB ve üye ülkelerce, ekonomik yakınlaşma kriterlerine uyum için gereken çaba gösterilmekte, bütçe açıkları ve enflasyon üzerine birkaç yıllık programlar hazırlanmıştır. Ekonomik ve Mali komitenin değerlendirme alanına giren bu programlar, üye devletlerde sürdürülebilir düşük enflasyon ve devlet borçları ile döviz kuru istikrarını amaçlamıştır. [13]

1.1.4.2. İkinci Aşama

EPB'nin ikinci aşaması 1 Ocak 1994 tarihinde başlatılmıştır. Bu aşamanın sona ermesine 31 Aralık 1998 tarihinde karar verilmiştir. İkinci aşamada EPB'nin temel organlarını ve organizasyon yapısının kurulması ve ekonomik yakınlaşmanın güçlendirilmesi için nihai aşamaya geçiş dönemi olarak kabul edilmiştir. Bu aşamada geçici olarak Avrupa Para Enstitüsü (APE) kurulmuştur. APE'ninkurulma amacı,

---

[11] H.K. Scheller, The European Central Bank History, Role and Functions, second revised edition, 2006, s. 21.

[12] M. Cini; B. N. Perez- Solorzano, European Union Politics, Fifth Edition, , Oxford University Press, 2016. s. 45.

[13] Ö. Arslan, Avrupa Birliği'ni Oluşturan Ülkelerde Merkez Bankası Bağımsızlığı, Enflasyon ve Diğer Makro Ekonomik Büyüklükler Arasındaki İlişkiler: 1980-2001 Dönemi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 2003, s. 5.

EPB'nin oluşturulma hazırlıklarının yürütülmesi olarak belirlenmiştir. APE'nin iki görevi bulunmaktadır:

- Birincisi, merkez bankaları arasında işbirliği ve para politikası uyumunun güçlendirilmesinin sağlanması,
- İkincisi, EPB'nin son aşamasında tek paraya ve para politikasına sahip olabilmesi amaçlanmıştır.

Bu aşamanın diğer bir özelliği de kamu açıklarının merkez bankaları tarafından finanse edilmesini engellenmeye çalışmaktır. Aynı zamanda bütçe açıklarının sınırlandırılmasına yönelik önlemlerin yapılması ve üye ülkelerin merkez bankalarına yasal bağımsızlık statüsünün kazandırılması amaçlanmıştır. [14]

1.1.4.3. Üçüncü Aşama

1995 yılında Madrid Zirvesinde, 1 Ocak 1999 tarihinde EPB'nin üçüncü aşamasına geçilmesine karar verilmiştir. Üçüncü aşamada, döviz kurlarının geri çevrilemez şekilde sabitlenmesi ve çeşitli toplumsal kurum ve organlara tam parasal ve ekonomik sorumlulukların belirlenmesi öngörülmüştür. Aynı zamanda ortak para biriminin "EURO" olarak adlandırılmasına karar verilmiştir. EPB'ye ilişkin son kararlar 2 Mayıs 1998 tarihinde Avrupa Konseyi tarafından alınmıştır. Devlet ve hükumet başkanları düzeyinde ortak paraya geçilmesi için gerekli şartları yerine getirdiğine karar verilen 11 üye ülkenin paralarının, 31 Aralık 1998 tarihi itibariyle geriye dönülmez şekilde Euro'ya dönüşüm oranları belirlenmiştir. Euro Bölgesi'nin para politikasının yürütme sorumluluğu AMB'ye verilmiştir.[15]

[14] H.K. Scheller, 2004, s. 22.
[15] ibid, s. 23.

EPB'nin üçüncü aşamasının başlangıcından itibaren finans piyasaları hemen Euro'ya çevrilmiştir. Finansal piyasalardaki işlemler tamamen Euro cinsinden gerçekleştirilmeye başlanmıştır. Ticarete konu olan, işlem gören borçlanma araçlarının büyük kısmı Euro'ya dönüştürülmüştür. Tüm büyük değerli sınır ötesi ödeme sistemleri, Euro'da işlem görmeye başlamıştır. Finansal piyasanın değiştirilmesi hızla ilerlemiş, ancak buna rağmen çok düzgün gitmemiştir. Geçiş döneminde kurumsal sektör yavaş yavaş Euro'ya geçerken, AB'de yaşayanlar nakit para olarak Euro'yu çok bulunmadığından, başlarda fazla kullanmamışlardır. Bu, 1 Ocak 2002'de Euro banknotlarının ve madeni paraların girişiyle değişmiştir.[16]

İlk başta diğer üyelerden Yunanistan ve İsveç uyum kriterlerini yerine getirmedikleri için EPB dışında kalmıştır. Daha sonra 1 Ocak 2001'de Yunanistan, Euro Bölgesi'ne katılarak katılımcı ülkelerin sayısı 12 olmuştur.[17] İngiltere ise EPB'ye istediği zaman katılma hakkını elde etmiştir. Danimarka aldığı referandum kararıyla birlik dışında kalmaya karar vermiştir.

1.1.5. Euro'ya Dönüşüm ve Faydaları

Euro para birimi, Uluslararası Standartlar Kuruluşu (İSO) nezdinde tescil edilmiş kısa adı "EUR" olan, EURO "€" şeklinde sembolize edilmiştir. AB'nin resmi parası olarak 1 Ocak 1999'da piyasaya çıkmıştır.[18] Euro, 1 Ocak 1999'da Avrupa'da 300 milyondan fazla kişinin parası haline gelmiştir. İlk üç yıl boyunca görünmez bir

[16] H.K. Scheller, 2006, s. 27.
[17] ibid, s. 26.
[18] P. Erdoğdu, Sorularla Avrupa Birliği ve Türkiye İlişkilerinde Euro, İstanbul Ticaret Odası Avrupa Birliği Şubesi Yayını, Yayın No: 1999-9, 1999, s. 20.

para birimi, yalnızca muhasebe işlerini yürütmek amacıyla elektronik ödemeler gibi kullanılmıştır.[19]

Euro'nun piyasaya sunulması 1 Ocak 2002'de nakit para dönüşümü ile tamamlanmış ve Euro banknotları ve madeni paraları dolaşıma girmiştir. Eski para birimleri cinsinden olan nakit paralar, Şubat 2002 sonuna kadar yasal olarak ihraç edilmemiştir. Bu tarihten itibaren, Euro banknotları ve madeni paralar Euro Bölgesi ülkelerinde tek yasal ihale haline gelmiştir. [20]

Ortak bir para biriminin tanıtımı, ekonomik büyüme için istikrarlı bir ortam yaratmayı amaçlamıştır. Dolayısıyla, Euro'nun ilk dönemlerinde, tartışma yakınsama üzerinde yoğunlaşmıştır. Ortak para birimi ve para politikasının zaman içinde işlev göstermesi için, benzer koşullar altında faaliyet gösteren ekonomiler birbirine bağımlı şekilde hareket etmektedirler.

EPB'nin kurulmasıyla birlikte AB, iç pazarın tamamlanması yönünde önemli bir adım atılmıştır. Tüketiciler ve firmalar şimdi fiyatları kolayca karşılaştırabilecek ve Euro Bölgesi'ndeki en rekabetçi tedarikçileri bulabileceklerdir. Ayrıca, EPB, sürdürülebilir büyüme ve istihdam yaratmaya elverişli tüm Avrupa'da, ekonomik ve parasal istikrar ortamı sağlamıştır. Euro'nun doğuşu ile döviz işlemleri maliyetleri ve döviz kuru riski Euro Bölgesi içinde ortadan kaldırılmıştır. Eskiden, bu maliyetler ve riskler sınırlardaki rekabeti engellemiştir. Rekabetin artması, mevcut kaynakların en verimli şekilde kullanılmasına daha büyük bir olanak tanımıştır. Tek bir para birimi ile döviz kurundaki dalgalanmalar, Euro Bölgesi'nin ulusal sınırları boyunca yatırım getirisini etkileyemediğinden, yatırım kararları daha kolay olmuştur. Euro piyasaya girmeden önce, finansal piyasalar kural olarak ulusal nitelikte olmuştur. Devlet tahvilleri ve hisse senetleri gibi finansal araçlar, ulusal para birimleri cinsinden işlem

[19] D. March, The Euro: The Battle for the New Global Currency, 2009.

[20] H.K. Scheller, 2006, s. 27.

görmektedir. Euro'nun piyasaya sürülmesi, finansal piyasalarda Euro Bölgesi'ndeki entegrasyon yolunda atılmış önemli bir adım olmuştur. [21]

Euro Bölgesi'nde başarılı bir yakınlaşma ve sonraki refah ve büyüme dönemi, Euro'nun ilk on yılının başarı olarak adlandırılmasına neden olmuştur.[22] Bu ilk on yıl boyunca, enflasyon düşük kalmıştır. Ayrıca, faiz oranları düşük kaldığı, işsizliğin azaldığı ve çoğu ülke arasında yeni işler yaratıldığı görülmüştür. Euro Bölgesi ülkelerinde mal ve hizmet ticaretinde belirgin bir artış olmuştur. Euro Bölgesi dışındaki ülkelerle olan ticaret de artmıştır. Bu nedenle Euro Bölgesi ekonomilerine yönelik koruma sağlanmamıştır. [23]

Euro hem yurtiçi hem de yurtdışında yüksek güven düzeyine sahip olmuştur. Eurobarometer anketine göre, Avrupa Komisyonu tarafından iki yılda bir yapılan kamuoyu yoklamasında, Euro için kamuoyu desteği, 2017 yılının baharında Euro Bölgesi'nde yüzde 73 seviyesinde gerçekleşmiştir. Uluslararası olarak, Euro hem işlem gören para birimleri hem de en önemli rezerv para birimleri açısından ikinci sırada yer almıştır.. Bu, dünya çapındaki yatırımcıların Euro Bölgesi ekonomisinin istikrarı ve gücündeki yüksek güven düzeyini yansıtmaktadır. Euro Bölgesi, küresel ekonomide, lider bir güç olmaya devam etmektedir. Euro Bölgesi vatandaşları para alışverişi yapmadan para birimi alanı içinde sınırları aşarak seyahat edebilmektedirler. En ucuz malları bulmak için fiyatları Euro Bölgesi genelinde de karşılaştırabilmektedirler.[24]

---

[21] J. C. Trichet, The European Central Bank, The Eurosytem, The European System of Central Banks, Frankfurt am Main, 2009, s. 28-29.

[22] F. P. Mongelli; C. Wyplosz, The euro at ten – unfulfilled threats and unexpected challenges, fifth ECB Central Banking Conference, Bartosz Mackowi (ed.), p.24-58, 2009, s.17.

[23] F. P. Mongelli, The mutating euro area crisis – is the balance between sceptics and advocates shifting?, ECB Occasional Paper, (144), 2013, s. 13.

[24] P. D. Grauwe, Economics of Monetary Union, Oxford University, Twelfth Edition, 2018, s. 201.

1.1.6. Eurosistem

Bildiğimiz gibi, AB üyelerinin hepsi EPB üyesi olmamaktadır. Bazı ülkeler EPB'nin uyum kriterlerini karşılamamakta, bazı ülkeler ise kendi özel nedenlerinden dolayı EPB'ye katılmamaktadır. Euro'yu benimsemeyip EPB dışında kalan AB üyeleri ve Euro'yu kabul edip EPB'ye üye olan AB ülkeleri Eurosistem'i oluşturmaktadır. Eurosistem AMB'nin Yönetim Konseyi ve Yürütme Kurulu tarafından yönetilmektedir.[25] Eurosistem'in dört ana görevi bulunmaktadır.

- Birincisi, AMB Yönetim Konseyi tarafından kabul edilen para politikasını uygulamak: Örneğin AMB' in kilit faiz oranları ile ilgili kararlar (yani, ana yeniden finansman operasyonlarına ilişkin asgari teklif oranı ile marjinal kredi kolaylığı, mevduat tesisindeki faiz oranları ve uygun olduğunda parasal hedefler ve rezervlerin temini ile ilgili kararlar).
- İkinci görevi, döviz işlemleri yapmak,
- Üçüncü görevi, Euro Bölgesi ülkelerinin resmi rezervlerini elinde tutmak ve yönetmektir.

Eurosistem Ulusal Merkez Bankaları (UMB), toplam 40 milyar Euro tutarında yabancı rezerv ve varlıklarını AMB'ye devretmiştir. Buna karşılık, UMB, Euro cinsinden olmak üzere, AMB'ye faiz getiren talepler kabul etmiştir. Eurosistem UMB'ni, AMB'nin yabancı rezervlerinin yönetiminde yer almaktadırlar. Bunlar, AMB'nin belirlediği portföy yönetimi yönergelerine uygun olarak, AMB'nin acentesi olarak hareket etmektedir. Geri kalan Eurosistem yabancı emlak ve varlıkları UMB'ye

[25] B. T. Yücememiş, Parasal Birlik, Avrupa Merkez Bankası ve Türkiye'ye Yansımaları, Derin Yayınları, İstanbul, 2005.

ait olmakta ve yönetilmektedir. Bu yeniden değerlendirme ve varlıklardaki işlemler Eurosistem tarafından düzenlenmektedir.

- Eurosistem'in dördüncü görevi ödeme sistemlerinin sorunsuz çalışmasını sağlamaktır.

Ayrıca, Eurosistem mali denetimin yapılmasına katkıda bulunmaktadır: parasal ve finansal istatistikleri derlemektedir. Maastricht Antlaşması ayrıca, AMB'nin Euro banknotları konusundaki yetkisini kullanma hakkına sahip olduğunu belirtmiştir.[26]

1.1.7. Avrupa Merkez Bankaları Sistemi (AMBS)

UMB ve AMB, Avrupa Merkez Bankaları Sistemi'ni (AMBS) oluşturmaktadır. Bankalara fon sağlanması, döviz rezervlerinin yönetilmesi ve sınır ötesi işlemlerde bulunması gibi işlemler UMB tarafından yapılmaktadır. Aynı zamanda UMB yetki alanındaki herhangi bir konuda AMB'ye danışmalıdır. AMB'nin Guvernörler Konseyi, Yönetim Kurulu ve Genel Konsey AMBS'ni yönetmektedirler. Aynı zamanda Genel Konsey EPB'ye üye olmayan ülkelerin, AMBS ile olan ilişkilerini organize etmektedir.[27]

Maastricht Antlaşmasının 105(1) maddesine göre, AMBS'nin birincil amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. AMBS, Euro Bölgesi'nde tek para politikasından sorumludur. Maastricht Antlaşmasının 105(2). Maddesine göre; EPB'nin üçüncü aşamasında AMBS'nin bazı temel görevleri bulunmaktadır;

- Tek para politikasını tanımlamak ve uygulamak,

[26] J. C. Trichet, 2009, s. 13.
[27] ibid, s. 19.

- Maastricht Antlaşmasının 109. Maddesi çerçevesinde döviz işlemlerini yürütmek,
- EPB'ye katılan üyelerin resmi döviz rezervlerini tutmak ve yönetmek,
- Ödeme sistemlerinin etkin işlemesini sağlamak,
- Likiditeyi sağlamak.[28]

Euro Bölgesi'nde tek bir merkez bankası yerine, bir merkez bankasının görevlerini icra etmek üzere tek sistem kurulmasının üç nedeni bulunmaktadır:

1. Tüm Euro Bölgesi için tek bir merkez bankası örgütlenmesini oluşturmak politik nedenlerden dolayı kabul edilebilir görülmemektedir.

2. Eurosistem yaklaşımı, kendi kurumsal oluşumunu, altyapı ve operasyonel yeteneklerini ve uzmanlığını koruyarak UMB'nin deneyimleri üzerine kurulmuş bir yapılanma sağlamaktadır.

3. Euro Bölgesi'nin, geniş coğrafik dağılımı, kredi kuruluşlarının katılımcı üye ülkelerde, merkez bankacılığına kolay erişimini gerekli kılan bir yapılanmayı zorunlu kılmaktadır.[29]

1.2. AMB'nin Kurumsal Yapısı

Avrupa'daki serbest sermaye hareketleri, ortak bir para otoritesi ve Euro Bölgesi ülkeleri arasındaki tek bir para politikası sağlamaktadır. Birlik üyelerinin bağımsız para politikası ve kur politikalarının karar alıcı rolü tarihte ilk olarak uluslarüstü kurum olan AMB'ye devredilmişti. AMB tarafından alınan kararları uygulamak ve her bir ülkedeki

[28] H. K. Scheller, 2006, s. 42.
[29] M. Karadağ, Modern Merkez Bankacılığına İki Örnek: FED ve Avrupa Merkez Bankası, Yıldız Teknik Üniversitesi, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2007, s. 37.

finansal istikrarı ve bankacılık denetimini sağlamak ulusal merkez bankalarının en önemli sorumluluklarıydı. AMB Haziran 1998'de Frankfurt am Main'de kurulmuş ve selefi APE'den devralmıştı. Kendi tüzel kişiliği olan ulus üstü bir kurum olmuştu.[30]

AMB, "Alman modeli" adlı bankacılık modelini izlemektedir. Alman modelinin temel özelliklerinden birincisi fiyat istikrarını sağlamak, ikincisi ise merkez bankasının politik olarak bağımsızlığını korumaktır.[31] Üretim ve istihdam gibi hedefler ancak fiyat istikrarına müdahale etmemek durumunda takip edilebilmektedir. AMB'nin temel amacı Euro'yu kullanan ülkelerde fiyat istikrarını sürdürmek ve finansal piyasaların ve finans kurumlarının tam olarak denetiminin yapılmasını garanti altına almak ve finansal sistemin sorunsuz ve etkin işleyişini muhafaza etmektir. AMB, Euro kullanmayan merkez bankaları da dâhil olmakla tüm AB üye merkez bankaları ile birlikte çalışmaktadır. AMB Euro Bölgesi dâhilinde kâğıt para basımına izin verme konusunda tek yetkilidir. AMB'nin yapısı ile ilgili kararların alınması için topluluğun oy birliği gerekmektedir. AMB'nin para politikası toplu bir karar alma sistemine dayanmaktadır. AMB Tablo1'de görüldüğü gibi, üç organdan - Guvernörler Kurulu, Yönetim Kurulu ve Genel Konsey'den oluşmaktadır.

Tablo 1. Avrupa Merkez Bankasının Kurumları

AVRUPA MERKEZ BANKASI		
Guvernörler Kurulu	**Yönetim Kurulu**	**Genel Konsey**
-AMB Yürütme Kurulu üyeleri -Euro Bölgesi ülkelerin Ulusal Merkez Bankası Başkanları	-AMB Başkanı -AMB Başkan yardımcısı -4 üye	-AMB Başkanı -AMB Başkan Yardımcısı -AB' in Ulusal merkez Bankası Başkanları

Kaynak: Belgin *Akçay (2014) "Avrupa Birliği, tarihçe, teoriler, kurumlar ve politikalar"*.

[30] J. C. Trichet, 2009, s. 11.

[31] P. De Grauwe; Y. Ji, The fragility of two monetary regimes: The European Monetary System and the Eurozone", October, No 24, 2013.

1.2.1. Guvernörler Kurulu

Guvernörler Kurulu (Governing Council) AMB'nin ana karar alma organıdır. Aynı zamanda Guvernörler Kurulu Euro Bölgesi için önemli ve stratejik kararların alınmasında da yetkili organdır. Guvernörler Kurulu altı Yönetim Kurulunun üyesi ve Euro Bölgesi'nin ülkesi olan 19 ülke UMB'nin başkanlarından oluşmaktadır. Guvernörler Kurulu ayda iki defe Frankfurt'da toplanmaktadır. Guvernörler Kurulunun görevleri şunlardır:[32]

- Euro Bölgesi için para politikasını formüle etmelidir. Yani, Euro Bölgesi'nin parasal hedeflerini, temel faiz oranlarını, rezervlerinin temini ve bu kararların uygulanması için kılavuzların oluşturulması ile ilgili kararların verilmesinden,
- AMB'nin bankacılık denetimi ile ilgili yeni sorumlulukların bağlamında, denetim kararlarının alındığı çerçeve ile ilgili kararların kabul etmesi ve bu prosedürü itirazsız uygulayıp, Denetim Kurulu tarafından önerilen tüm taslakların kabul edilmesinden sorumludur.

Guvernörler Kurulu, özellikle EPB alanının para politikasının belirlenmesinden sorumlu olmaktadır. Bu organ gerekli kararları almakta ve para politikası operasyonlarının yürütülmesi için Euro Bölgesi ülkelerinin UMB tarafından izlenecek ilkeleri belirlemektedir. Yönetim Kurulu üyelerinin ve AMB'de görev alacak personelin istihdam edilmesine ilişkin konuları belirlemekte ve AMB'nin bütçesini yapmaktadır.

Guvernörler Kurulu ekonomik ve parasal gelişmeleri değerlendirmekte ve para politikasının kararlarını her altı haftada bir almaktadır. Ayrıca konseyde, AMB ve Eurosistem'in diğer sorumlulukları ile ilgili konular tartışılmaktadır. AMB'nin para politikasının ve diğer görevlerin denetim sorumluluklarından ayrılmasını sağlanması

[32] European Central Bank, Annual Report, Frankfurt am Main, 2004, s. 164.

için, başka bir toplantı yapılmaktadır. Altı ayda bir düzenlenen basın toplantısında para politikasının kararları ayrıntılı olarak açıklanmaktadır. Basın toplantısına başkan yardımcısı başkanlık etmektedir. Para politikası ve Eurosistem'in diğer görevleri hakkında karar alırken, Guvernörler Kurulunun üyeleri ulusal temsilciler olarak değil, tamamen bağımsız bir kişisel kapasitede hareket etmektedir. Bu, "bir üye, bir oy" ilkesine yansıtılmaktadır. Normalde Guvernörler Kurulu toplantıya katılan üyelerin sayısı dikkate alınarak, basit oy çokluğu ile karar almaktadır. Ama iki özel durumda 2/3 çoğunlukla karar alması söz konusu olabilmektedir:

- Eğer Guvernörler Kurulu, Euro Bölgesi dışında kalan UMB'nin yaptıkları faaliyetlerle, Euro Bölgesi'nin amaçlarına ters düştüğü ve görevlerine müdahale ettiğini tespit ederse;
- Veya AMB Protokolü'nde belirtilen parasal kontrol yöntemlerinden farklı operasyon yöntemlerini kullanmaya karar verirse.

Guvernörler Kurulunun Euro Bölgesi'nin para politikasıyla ilgili son hedefi fiyat istikrarı olmaktadır. Aynı zamanda tüm parasal, ekonomik ve finansal gelişmelerle ilgili kararları fiyat istikrarına dayandırmaktadır. Konsey, fiyat istikrarının sürdürebilmesi için hem parasal büyümenin sürekli izlenmesi hem de fiyatlardaki gelişmelerin değerlendirilmesi ve fiyat istikrarındaki risklerin giderilmesi gerektiğini belirtmektedir.[33]

1.2.2. Yönetim Kurulu

Yönetim Kurulu (Executive Board) AMB'nin diğer karar organı olmaktadır. Yönetim Kurulu, altı üyeden (başkan, başkan yardımcı ve 4 üye) oluşmaktadır. Kurulun

[33] European Central Bank, Annual Report, Frankfurt am Main, 2004, s. 165.

üyeleri, para ve bankacılık alanında, mesleki yeterliliğe sahip olan kişiler arasından seçilmektedir. Sekiz yıllığına atanan Yönetim Kurulu üyelerinin görev süreleri uzatılamamaktadır. Üyelerin görev süreleri bitmeden görevden alınmaları, ancak görevlerini kötüye kullandıkları zaman söz konusu olmaktadır.[34] Üyeler Avrupa Parlamentosu (AP) ve AMB Guvernörler Kuruluna danışıldıktan sonra, AB Zirvesi (European Council) tarafından nitelikli oy çoğunluğu ile atanmaktadır. Her üye bir oy hakkına sahip olmakta ve tam zamanlı olarak görev yapmaktadır. Yönetim Kurulunun karar alabilmesi için, üyelerinin 2/3'ünün toplantıya katılması gerekmektedir. Eğer oylamada eşitlik durumu olursa, Yönetim Kurulu Başkanı'nın kararı belirleyici olmaktadır. Yönetim Kurulunun yapması gereken görevler şunlardır:

1. Guvernörler Kurulunun toplantılarını hazırlamak,
2. Guvernörler Kurulu tarafından belirlenen ilkeler ve alınan kararlar doğrultusunda, EPB alanının para politikasını uygulamaya koymak ve bunu yaparken Euro Bölgesi UMB'ye gerekli talimatları vermek;
3. AMB'nin günlük işlemlerini yönetmek, Guvernörler Kurulu tarafından kendisine verilen belirli yetkileri kullanmaktır.[35]

1.2.3. Genel Konsey

Genel Konsey (General Council), Eurosistem ile EPB alanı dışındaki ülkelerin UMB arasındaki kurumsal bağlantıyı sağlayan organdır. Genel Konsey geçici bir organ olarak görülmektedir. Çünkü tüm AB ülkeleri, EPB alanına dâhil olduğunda, Genel Konseyin mevcudiyetine gerek kalmayacaktır. Bu organ AMB'nin Başkanı ve Başkan Yardımcısı'ndan ve AB'nin 28 üye ülkesinin UMB başkanlarından oluşmaktadır. Aynı

[34] AMB Protokolü, md.11. (www.ecb.europe.eu).
[35] H.K. Scheller, 2006, s. 60.

zamanda Yönetim Kurulu'nun diğer dört üyesinin yanı sıra, Avrupa Konseyi'nin Başkanı ve Avrupa Komisyonu'ndan bir temsilci de Genel Konseyin toplantılarına katılmaktadırlar. Ama oy hakkına sahip değildirler. AMB Genel Konseyi, EPB ülkeleri ile EPB dışındaki AB ülkeleri arasındaki işlemleri ve para politikasını koordine etmektedir.

Merkez bankaları, banknot ihracı, faiz oranlarını değiştirme ve piyasadaki likiditeyi korumak için para arzını kontrol etmektedir. Bu gibi birçok işlemler ekonomik açıdan önemli olmaktadır. Bütün bu faktörler, AMB'nin üç organı tarafından hazırlanmakta ve yönetilmektedir.[36] Genel Konsey, EPB'nin oluşturma sürecinin ikinci aşamasında kurulan APE'nin görevlerini yerine getirmektedir. Birinci görevi, EPB alanı dışında kalan ülkelerin, Euro Bölgesi'ne katılımı için gerekli hazırlıkların yapılasında danışmanlık hizmeti sunmak ve hazırlanan yakınlaşma raporlarını kabul etmektir. İkinci görevi ise DKM-II'nin işleyişini takip edip EPB alanı dışında kalan her bir üyenin parası ile Euro arasındaki ikili kurların sürdürülebilirliğini değerlendirmektir.

Genel Konsey aşağıda gösterilenlere de katkıda bulunmaktadır:[37]

- AMB'nin danışmanlık işlevlerinde;
- İstatistiki veri toplamasına ilişkin faaliyetlerinde;
- AMB'nin yıllık raporlarının hazırlanmasında;
- AMB personelinin istihdam koşullarının belirlenmesinde;
- UMB'nin üstlendiği işlemlerin muhasebe ve raporlamasını standartlaştırması için gerekli kuralların oluşturulmasında;

[36] H.K. Scheller, 2004, s. 54.

[37] M. Selmayr; C. Zilioli, The Law of the European Central Bank, Oxford and Portland, Yearbook of European Law, Volume 21, Issue 1, p.550–555, November, 2001.

- UMB'nin ve AMB'nin ABİHA'nın kredi kolaylıklarına ve finansal kurumların imtiyazlı erişimine ilişkin hükümlerine (123. Ve 124. md) uyup uymadıklarını denetlemesinde katkıda bulunmaktadır.

Genel olarak, Genel Konseyin toplantıları yılda dört kez Frankfurt'ta yapılmaktadır. Genel Konseyin toplantılarına AMB Başkanı, eğer o yoksa AMB Başkan Yardımcısı başkanlık etmektedir.. Buradan görüldüğü gibi fiyat istikrarını sürdürme amacı, EPB alanında para politikasının ortak politika alanı olmasını belirlemektedir.[38]

1.3. AMB'nin Görevleri

AMB'nin temel görevi, fiyat istikrarını sağlamaktır. Başka bir deyişle, Euro'nun değerini korumaktır. AMB, bu amaca yönelik ekonomik politikalar uygulamaktadır. Fiyat istikrarı, AB'nin iki hedefi olan ekonomik büyüme ve istihdam yaratımı için şart olmakta ve para politikasının bu alanda yapabileceği en önemli katkıyı temsil etmektedir.

Büyüme oranının veya istihdamın arttırılması gibi hedefler yerine, fiyat istikrarının temel hedef olarak tespit edilmesinin en önemli nedenlerinden birisi, sistemin temel görevi olan para politikasının özellikle parasal istikrarı sağlama konusunda daha etkin olduğunun kabul edilmesidir. Fiyat istikrarı, Maastricht Antlaşması'nda öngörülen serbest rekabete dayalı piyasa ekonomisi prensibinin işlerliği bakımından da önem taşımaktadır.[39]

Maastricht Antlaşması'na göre AMB'nin dört temel görevi vardır:

---

[38] H.K.Scheller, 2006, s. 65.

[39] Z. Makinist, Merkez Bankası'nın Bağımsızlığı Çerçevesinde, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ile Avrupa Merkez Bankası'nın Karşılaştırılması, Yüksek Lisans Tezi, Hacettepe Üniversitesi, Ankara, 2005, s. 30.

- Euro Bölgesi için para politikasını tanımlamak ve yerine getirmek,
- Euro Bölgesi döviz işlemlerini idare etmek,
- Euro Bölgesi üye devletlerinin döviz rezervlerini tutmak,
- Ödeme sisteminin sorunsuz işleyişini temin etmek.[40]

1.4. AMB'nin Sermaye Yapısı

AMB'nin faaliyetine ilişkin bazı masrafların karşılanması için, Euro Bölgesi dışında olan AB ülkeleri de AMB'ye belirlenmiş olan bir katkı payı ödemektedir. Başlangıç dönemlerinde bu katkı payı, AMB'nin taahhüt edilmiş sermayesindeki katkı paylarının yüzde 7'si olarak belirlenmiştir. 29 Aralık 2010 tarihinden bu yana, Euro Bölgesi dışında kalan AB'nin dokuz üye ülkesinin katkı payları toplam sermayenin yüzde 3,75'ni temsil etmiştir. Euro Bölgesi dışındaki UMB tarafından AMB'ye ödenen sermaye 120,192,083.17 Euro tutarındaydı.[41]

AMB faaliyetler sonucunda elde ettiği kârın bir kısmını Euro Bölgesi ülkelerine dağıtmak durumundadır. Ama Euro Bölgesi dışında kalan UMB AMB'nin dağıtılabilir kârından herhangi bir pay almaya yetkisi bulunmamaktadır. Aynı zamanda AMB'nin zararlarını karşılama yükümlülüğü de olmamaktadır. Guvernörler Kurulu, AMB'nin her yıl toplam net kârının yüzde 20'sini aşmamak kaydıyla, belli bir oranını genel rezerv fonuna aktarmakta, geri kalan kısmını ise hissedarlara payları oranında dağıtmaktadır. [42] Euro Bölgesi ülkelerin ödenmiş paylarının AMB sermayesi içindeki toplam miktarı tablo 2'de gösterildiği gibi 7,619,884,851.40€ olarak belirlenmektedir.

---

[40] European Central Bank, The İmplementation of Monetary Policy in the Euro Area, Frankfurt am Main, 2006, s. 17.

[41] http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.en.html (Erişim: 26.10.2018).

[42] AMB Protokolü, Md. 33/1.

Tablo 2. Euro Bölgesi Ulusal Merkez Bankalarının 2016 yılındaki AMB Sermayesi İçindeki Payları

Ulusal Merkez Bankası	***Sermaye Payı %***	***Ödenmiş Sermaye (Euro)***
Belçika	2,4778	268.222.025,17
Almanya	17,9973	1.948.208.997,34
Estonya	0,1928	20.870.613,63
İrlanda	1,1607	125.645.857,06
Yunanistan	2,0332	220.094.043,74
İspanya	8,8409	957.028.050,02
Fransa	14,1792	1.534.899.402,41
İtalya	12,3108	1.332.644.970,33
Kıbrıs	0,1513	16.378.235,70
Letonya	0,2821	30.537.344,94
Litvanya	0,4132	44.728.929,21
Lüksemburg	0,2030	21.974.764,35
Malta	0,0648	7.014.604,58
Hollanda	4,0035	433.379.158,03
Avusturya	1,9631	212.505.713,78
Portekiz	1,7434	188.723.173,25
Slovenya	0,3455	37.400.399,43
Slovakya	0,7725	83.623.179,61
Finlandiya	1,2564	136.005.388,82
TOPLAM	**70,3915**	**7.619.884.851,40**

Kaynak: *ECB. http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.en.html (Erişim: 26.10.2018).*

1.5. AMB'nin Uyguladığı Para Politikası

1 Ocak 1999 tarihinden bu yana AMB Euro Bölgesi'nin para politikasının sorumluluklarını üstlenmiştir. Kurulduğu günden bu yana, AMB ekonominin hem çalkantılı hem de durağan dönemlerinde etkili açık para politikası stratejisi benimsediği görülmüştür. AB'nin temel amaçlarına tam istihdam düzeyi, sürdürülebilir ve enflasyonist olmayan büyümeyi sağlamak da dâhil olmaktadır. Para politikası, Euro Bölgesi ülkeleri için fiyat istikrarını sağlamak için orta vadede kısa vadeli faiz oranlarını yönlendirerek ekonomik gelişmeleri etkilemiştir. 1998 yılından bu yana, AMB fiyat istikrarını Euro Bölgesi ülkeleri için, Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyat Endeksinde (HİCP)[43] yıllık bazda yüzde 2'nin altında bir artış olarak tanımlamıştır.[44]

Fiyat istikrarının orta vadede belirleneceği gösterilmektedir. Guvernörler Kurulu, enflasyon oranını orta vadede, yüzde 2'nin altında ancak yüzde 2'ye yakın tutmayı hedeflediğini açıklamıştır. Enflasyonun yüzde 2'nin üzerinde olması fiyat istikrarı ile tutarlı olmadığını açıkça göstermektedir. Aynı zamanda çok düşük enflasyon oranlarının özellikle deflasyonun, fiyat istikrarı ile tutarlı olmadığı anlamına gelmektedir. Fiyat istikrarının bu seviyede tutulmasının faydaları şunlardır:

- Para politikasının daha şeffaf hale getirilmesi,
- Gelecekteki fiyat gelişmelerine ilişkin beklentileri oluşturmak için kamuya rehberlik etmesi,

[43] HICP (Uyumlaştırılmış fiyat endeksi), EPB alanında hane halkları tarafından satın alınan tüketim malları ve hizmetlerinden oluşan bir sepeti temsil eden fiyatlarda, zaman içinde ortaya çıkan değişiklikleri gösteren bir indeks olmaktadır. 23 Ekim 1995 tarihinde, Konsey üye ülkelerinden toplanan fiyat endekslerini uyumlaştırmak için, bir metodoloji belirlemesine ilişkin yasal ilkeler belirleyen çerçeve tüzüğü kabul etmiştir. Böylece, fiyat istikrarı kriterinin değerlendirilmesinde kullanılan uyumlaştırılmış fiyat endeksi üretilmeye başlamıştır.

[44] European Central Bank, The Monetary Policy of The ECB, Frankfurt am Main, 2011, s. 9.

- Avrupa vatandaşlarının AMB'nin sorumlu tutabileceği açık ve ölçülebilir ölçü sağlaması.[45]

Para politikasının kararları AMB'nin Guvernörler Kurulu tarafından alınmaktadır. Guvernörler Kurulu ekonomik ve parasal gelişmeleri değerlendirerek altı haftada bir toplanarak, para politikası kararlarını almaktadır. AMB'nin para politikasının stratejisi fiyat istikrarının niceliksel bir tanımını ve fiyat istikrarına ilişkin risklerin analizini kapsamaktadır. AMB'nin fiyat istikrarını tanımlaması, para politikasının dikkat merkezinin Euro Bölgesi ülkeleri üzerinde olmasını belirtmektedir. Bu nedenle, fiyat istikrarı Euro Bölgesi ekonomisindeki fiyat gelişmelerine dayanarak değerlendirilmektedir. Para politikası kararlarını uygulamak için AMB Guvernörler Kurulu para politikası araçlarını benimsemektedir.

1.5.1. AMB'nin Para Politika Araçları

Para politikasının iletim mekanizması, merkez bankasının likidite yönetimi ve kısa vadeli faiz oranlarının yönlendirilmesi ile başlamaktadır. Para piyasasının bir parçası olarak para piyasası, para politikasındaki değişikliklerden etkilenen ilk pazar olduğundan, parasal politika kararlarının iletilmesinde hayati bir rol oynamaktadır. Merkezi bir bankanın likiditesinin eşit dağılımını ve tek para birimi boyunca homojen düzeyde kısa vadeli faiz oranlarının olmasını sağladığından, etkin ve verimli bir para politikası için derin ve entegre bir para piyasasının olması şarttır. Bu önkoşul, ulusal para piyasaları, etkin bir Euro Bölgesi para piyasasına başarıyla entegre edilmiştir.[46]

---

[45] European Central Bank, Price stability: why is it important for you?, Teachers' booklet, Frankfurt am Main, 2007, s. 29-33.

[46] J. C. Trichet, 2009, s.22.

AMB'nin uyguladığı para politikasını yürütebilmek için para politikası araçları kullanılmaktadır. Bu araçlar açık piyasa işlemleri, kredi kolaylıkları ve asgari kanuni karşılıklardır (munzam karşılıklar). Para politikası araçlarının seçimi AMB'nin Guvernörler Kurulu tarafından yapılmaktadır.[47]

1.5.1.1. Açık Piyasa İşlemleri

Açık Piyasa İşlemleri (APİ) AMB'nin para politikasının günlük işlemlerinin yönlendirilmesinde en temel araç olmaktadır. APİ, kısa vadeli faiz oranlarının kontrol edilmesinde, para politikasında likiditenin azaltılmasında ve artırılmasında, para politikasına ilişkin uyarıların verilmesinde kullanılmaktadır. AMB'nin uyguladığı para politikasının aracı olan APİ dört başlık altında uygulanmaktadır:

- Ana refinans işlemleri
- Uzun vadeli refinans işlemleri
- İnce ayarlama
- Yapısal işlemler

Ana refinans işlemler ve uzun vadeli refinans işlemleri sadece likiditeyi sağlamak için kullanılmaktadır. Yapısal ve ince ayarlama işlemleri hem likidite artışı hem de azalması için kullanılmaktadır.[48] Bu operasyonlar, faiz oranlarının yönlendirilmesinde, para politikasının duruşuna işaret ederek, Euro Bölgesi bankacılık sektörü için likidite koşullarının yönetilmesinde önemli bir rol oynamaktadır.

---

[47] O. İssing, The Monetary Policy of the Eurosystem, Finance and Development, V: 36, No:1 March, 1999.

[48] U. Neyer, The Design of the Eurosystem`s Monetary Policy İnstruments, 2007, s11.

Tablo 3. Avrupa Merkez Bankasının para politikası araçları

Para piyasası işlemleri	İşlem türü		Vade	İşlem sıklığı	İşlem prosedürü
	Likidite sağlayıcı işlemler	Likidite daraltıcı işlemler			
Açık piyasa işlemleri					
Ana refinans İşlemleri	Ters işlemler	-	Bir hafta	Haftalık	Standart ihaleler
Uzun vadeli refinans işlemleri	Ters işlemler	-	Üç ay	Aylık	Standart ihaleler
İnce ayarlama	Ters işlemler Döviz swapları	Ters işlemler Sabit vadeli mevduat toplamı Döviz swapları	Çeşitli	Düzensiz	Standart ihaleler İkili işlemler
Yapısal ayarlama	Ters işlemler	Borç sertifikaları ihracı	Standart ya da çeşitli	Düzenli veya düzensiz	Standart ihale İkili işlemler
Kredi kolaylıkları					
Marjinal kredi Kolaylığı	Ters işlemler	-	Bir gecelik	Tarafların insiyatifine göre katılım	
Mevduat kredi Kolaylığı	-	Mevduat kabulü	Bir gecelik	Tarafların insiyatifine göre katılım	

Kaynak: *ECB, The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area, February, 2011, s13.*

1.5.1.1.1. Ana Refinans İşlemleri

Ana refinans işlemleri Euro Bölgesi ülkelerinde kısa vadeli faiz oranlarını yönlendirmek, likidite durumunu yönetmek ve Euro Bölgesi ülkelerinde para politikasının durumunu belirtmek amacıyla hizmet etmektedir. Ayrıca bankacılık sistemine büyük miktarda likidite sağlamaktadır. Ana refinans işlemleri haftada bir kez ve iki haftalık vade üzerinden likidite sağlamak amacıyla yapılmaktadır. Ana refinans işlemleri haftalık olarak sabit oran veya değişken oranlı ihale olarak yürütülmektedir. Bu tür işlemler UMB tarafından yapılmaktadır. UMB, Para Birliği ve Avrupa borç krizine geçiş arasında, AMB ana refinansman işlemlerinin oranını artırarak veya azaltarak fiyat istikrarını sağlamaktadır. İhaleler 1999'dan Euro'nun başlangıcından Haziran 2000'e kadar sabit faizli olarak gerçekleştirilmiştir. Daha sonra Haziran 2000'den Ekim 2008'e kadar ana refinansman işlemleri, minimum teklif oranına sahip değişken faizli ihale olarak yürütülmüştür. 15 Ekim 2008 tarihinde yapılan operasyonla başlayan ana refinansman işlemleri sabit oranlı tekliflerle ve tam tahsis ile gerçekleştirilmiştir.[49]

2000 yılındaki değişimin nedeni, para piyasasındaki faiz oranları ile 2000 yılındaki ana refinansman işlemlere uygulanan sabit oran arasındaki geniş ve kalıcı yayılmanın sonucuyla, sabit oranlı ana refinansman işlemlerde ciddi ihale yapılmasıydı. Bu dağılım, özellikle 2000 yılının baharında AMB faiz oranlarının daha da artmasıyla ilgili piyasa beklentilerinden kaynaklanmıştır. Piyasa faiz oranları ile AMB'nin ana refinans oranı arasındaki fark, bankaların merkez bankasından fon almasını cazip hale getirmesi ve bankalar tarafından çok yüksek teklifler verilmesiydi. Her bir ihale için,

[49] European Central Bank, 2011, s. 105.

AMB önceden belirlenmiş bir minimum teklif oranında bir karşılaştırma payı tahsis etmiştir.[50]

1.5.1.1.2. Uzun Vadeli Refinans İşlemleri

Para politikasının diğer aracı, uzun vadeli refinans işlemleridir. Uzun vadeli refinans işlemler, ana refinans işlemleri gibi ters işlemler sağlamaktadır.[51] Uzun vadeli refinans işlemleri Euro Bölgesi'nin finans sisteminin uzun dönemli likiditesini karşılamak amacıyla yürütülmektedir. Bu işlem ayda bir kez yapılmaktadır. Üç aylık bir vadeye sahip olmaktadır. UMB tarafından aylık repo uygulaması standart repo yoluyla gerçekleştirilmektedir. Uzun vadeli refinans işlemlerinde sabit değil, değişken faizli ihale yöntemi kullanmaktadır. Bu işlemler, bankacılık sistemine daha uzun vadeli likidite sağlamayı amaçlamaktadır.[52] AMB tarafından bakıldığında bankacılık sektörüne uzun vadeli likiditenin sağlanması yararlı olmaktadır. Çünkü bankacılık sektörüne her hafta verilen tüm likiditenin devrilmesini önlemektedir.

Bu işlemler, para piyasasındaki tüm likiditenin her hafta devredilmesine ve karşı taraflara daha uzun vadeli yeniden finansmana erişim imkânı vermesinin önüne geçtiğinden dolayı yararlı sayılmaktadır. Ana refinansman işlemleri gibi, bu uzun vadeli refinans işlemleri, merkezi olmayan bir şekilde standart ihale olarak yürütülmekte ve genel uygunluk kriterlerini yerine getiren tüm karşı taraflar katılabilmektedir. Ana refinans işlemlerinden kaynaklanan sinyali bulanıklaştırmamak için, uzun vadeli refinans işlemleri normalde önceden belirlenmiş tahsisat hacimleriyle saf değişken oranlı ihale formunda yürütülmektedir. Yönetim Konseyi normalde önümüzdeki

[50] U. Neyer, 2007, s. 13.
[51] European Central Bank, The İmplementation of Monetary Policy in the Euro Area, 2004, s. 18.
[52] European Central Bank, 2011, s. 107.

ihalelerde tahsis edilecek hacmi önceden göstermektedir. İstisnai koşullar altında, Eurosistem uzun vadeli refinans işlemleri sabit oranlı ihaleler yoluyla da yürütebilmekte ve tüm teklifleri operasyonlara dâhil etmeye karar verebilmektedir.[53]

1.5.1.1.3. İnce Ayarlama

İnce ayarlama işlemleri, AMB'nin başka bir para politika aracıdır. Bu işlem standart değildir. İnce ayarlama işlemleri Euro Bölgesi ülkelerinin UMB tarafından yapılmaktadır. Likiditeyi azaltma veya artırma ihtiyacı bulunduğunda, ince ayarlama işlemi düzensiz şekilde yürütülmektedir. Bildiğimiz gibi, ana refinans ve uzun vadeli refinans işlemleri bankacılık sektörüne likidite sağlanması için kullanılmaktadır.[54] Ama ince ayarlama işlemleri piyasada likidite durumunu yöneltmek ve aynı zamanda faiz oranlarını yönlendirmek için kullanılmaktadır. AMB ince ayarlama işlemini kullanırken, para piyasasındaki beklenmedik faiz oranları üzerindeki etkilerini yumuşatmayı amaçlamaktadır. AMB piyasalarda oluşacak ani likidite dalgalanmalarına karşı ince ayarlama işlemini kullanmaktadır. İnce ayarlama işlemleri ters işlemler olarak yürütülmektedir. Ancak, döviz takası ve sabit vadeli mevduat tahsilatı da yapılabilmektedir.

Döviz takası, piyasadaki likidite durumunun yönetimi ve faiz oranlarının yönlendirilmesi için ağırlıklı olarak kullanılmaktadır. Eurosistem bir döviz karşısında Euro satın alındığında veya satıldığında ve aynı zamanda belirli bir geri alım tarihinde sattığı zaman kullanmaktadır.[55]

---

[53] ibid, s. 106.
[54] European Central Bank, 2004, s. 18.
[55] European Central Bank, 2011, s. 106.

Eurosistem, karşı tarafları UMB'ye sabit vadeli mevduat koymaya davet edebilmektedir. Sabit vadeli mevduat, toplama bir likidite emici işlemdir. Karşı taraflardan kabul edilen mevduat, sabit bir vadede ve belirli bir faiz oranındadır. Mevduat karşılığında UMB tarafından hiçbir teminat verilmemektedir.[56] İnce ayarlama işlemleri normalde hızlı ihale yoluyla yürütülmektedir. Eurosistem'in ihale edilmeksizin sınırlı sayıda karşı tarafla bir işlem gerçekleştirdiği ikili prosedürlerle idare edilmektedir. Beklenmedik pazar gelişmeleri durumunda, hızlı bir şekilde harekete geçmek için potansiyel ihtiyaç, Eurosistem'in ince ayarlama spesifikasyonunda, yüksek bir esneklik derecesini muhafaza etmesini hedeflemektedir. Bunlar normalde UMB tarafından merkezi olmayan bir şekilde yapılmaktadır. Ancak Yönetim Konseyi istisnai koşullar altında, AMB tarafından ikili ince ayarlama işlemlerinin yapılmasına karar verebilmektedir. Operasyonel nedenlerden ötürü, ince ayarlama işlemlerine yalnızca sınırlı sayıda seçilmiş karşı taraflar katılabilmektedir. Finansal kriz döneminde erişimi kolaylaştırmak için, ince ayarlama işlemlerine uygun karşı tarafların listesi genişletilmiştir.[57]

1.5.1.1.4. Yapısal İşlemler

Yapısal işlemler, AMB'nin yapısal likidite pozisyonunu, bankacılık sistemine göre ayarlamak için bir başka araçtır. Eurosistem, borç belgeleri, ters işlemleri ve doğrudan işlemler vasıtasıyla yapısal işlemleri, yani uzun vadede piyasadaki likidite miktarını ayarlamak için gerçekleştirebilmektedir. Bu işlemler Eurosistem'in mali sektörle yapısal pozisyonunu ayarlamak istediğinde yürütülmektedir. Ters işlemler biçiminde yapısal çalışmalar ve borçlanma araçları ihraç edilmesi, UMB tarafından

[56] European Central Bank, 2004, s. 18.
[57] European Central Bank, 2011, s. 108.

standart ihale yoluyla gerçekleştirebilmektedir. Bu işlemler, Euro Bölgesi ülkelerinin UMB tarafından merkezi olmayan şekilde yürütülmektedir.[58]

Prensipte, yapısal işlemler likidite sağlama veya likidite emici olabilmektedir. Aynı zamanda, yapısal işlemlerin sıklığı düzenli veya düzensiz olabilmektedir. Ters işlemler biçimindeki yapısal işlemler ve borçlanma araçları verilmesi, normalde standart ihaleler vasıtası ile gerçekleştirilmektedir. Kesin işlemler şeklinde yapısal işlemler normalde ikili işlemler vasıtasıyla yürütülmektedir.[59]

1.5.1.2. Kredi Kolaylıkları

AMB'nin para politikasının diğer bir aracı kredi kolaylıklarıdır. Bu işlem gecelik likiditenin sağlanması ve emilmesi, para politikasının genel duruşunu ve geceleme piyasa faiz oranlarını işaret etmeyi amaçlamaktadır. Bu araç iki kısma ayrılmaktadır. Bunlar marjinal kredi kolaylığı ve mevduat kolaylığıdır.[60]

1.5.1.2.1. Marjinal Kredi Kolaylığı

Marjinal kredi kolaylığı merkez bankasında, önceden belirlenmiş faiz oranı teminatı karşılığında gecelik krediler sağlamaktadır. Gecelik kredilerin faiz oranları piyasa faiz oranlarından önemli ölçüde daha yüksek olmaktadır. Bu tür işlemin faiz oranı, para piyasasının gecelik faiz oranının tavanını oluşturmaktadır. Aynı zamanda, alınacak kredinin miktarı, yeterli teminat miktarı ile sınırlandırılmaktadır. Marjinal

[58] European Central Bank, 2006, The İmplementation of Monetary Policy in the Euro Area, Frankfurt am Main, 2006, s. 16.
[59] ibid, s. 17.
[60] European Central Bank, 2006, s. 19.

kredi kolaylığı piyasada gecelik faiz oranı için bir üst sınır sağlamaktadır. Bu işlem Euro Bölgesi ülkelerinin UMB tarafından, ters işlemler yoluyla piyasaya likidite sağlamaktadır. Faiz oranının piyasa faiz oranından düşük olduğu yerlerde ise, UMB mevduat kolaylığı işlemleri uygulamaktadır.[61]

1.5.1.2.2. Mevduat Kredi Kolaylığı

Mevduat kolaylığı, merkez bankasında daha önceden belirlenmiş faiz oranından bir gecelik mevduat yatırımlarına izin verilmesidir. Mevduat kolaylığı ile UMB likiditeyi daraltmaktadır. Bu faiz oranları normal faiz oranlarından düşük olmaktadır. Bu sebepten dolayı, bankalar kendi fonlarını kullanmadıklarında mevduat açabilmektedirler. Sonuç olarak, marjinal kredi kolaylığı bankaların gecelik üst sınırlarını belirleyerek, gecelik likidite ihtiyaçlarını karşılamaktadır. Mevduat kolaylığı ise, bankaların alt sınırlarını belirleyerek, gecelik fon fazlalarını sağlamaktadır. Bu işlemler sayesinde piyasada gecelik faizlerin taban ve tavan oranları belirlenmektedir. Aynı zamanda piyasada meydana gelebilecek dalgalanmalar azaltılmaktadır.[62]

1.5.1.3. Asgari Kanuni Karşılıklar (Minimum Rezervler)

AMB tarafından uygulanan diğer para politikası aracı asgari kanuni karşılıklardır (minimum rezerv). AMB, Euro Bölgesi'nde kurulan kredi kurumlarının, UMB ile hesaplarda mevduat bulundurmasını istemektedir. Bunun iki gerekçesi bulunmaktadır. Birincisi, Euro Bölgesi'ndeki minimum rezerv kredi kurumları, kısa vadeli geçici likidite şokları rezerv varlıkları tarafından tamponlanabileceğinden, para piyasasındaki

[61] European Central Bank, 2011, s. 120.
[62] ibid, s. 102.

faiz oranlarının istikrara kavuşmasında katkıda bulunmaktır. İkincisi ise, Euro Bölgesi ülkelerinin bankacılık sisteminde yapısal bir likidite sıkıntısı yaratmak veya genişletmektir.[63] AMB, Euro Bölgesi'nde kurulan kredi kuruluşlarının minimum rezervleri ellerinde tutmasını zorunlu kılmaktadır. Her bir kurumun zorunlu karşılık gereksinimi, bilançosunun unsurlarıyla bağlantılı olarak belirlenmektedir. Faiz oranlarının istikrara kavuşturulması amacına yönelik olarak Eurosistem'in asgari ücret sistemi, kurumların ortalama hükümlerden yararlanma imkânı tanımaktadır. Zorunlu karşılık gereksinimi, bakım dönemi boyunca kurumların günlük ortalama rezerv varlıklarına göre belirlenmektedir. Kurumların zorunlu karşılık tutarları, Eurosistem' in ana refinansman işlemleri oranında ödenmektedir. Minimum rezerv sistemi, aynı zamanda piyasada yapısal bir likidite ihtiyacı yaratmak veya yapısal likidite ihtiyacını büyütmektedir. Bu şekilde merkez bankası parasına olan talep artacak veya azalacaktır.[64]

[63] U. Neyer, 2007, s. 11.

[64] European Central Bank, 2006, s. 19.

İKİNCİ BÖLÜM

AMB'NİN PARA POLİTİKASI VE EURO BÖLGESİ ÜZERİNDE UYGULAMASI

2.1. AMB'nin Para Politika Stratejileri

AMB'nin para politikası stratejisi, kısa vadeli faiz oranlarının uygun seviyesine ilişkin kararların alınacağı kapsamlı bir çerçeve sunmaktadır. Bu stratejiler, para politikasının başarılı bir şekilde yürütülmesini amaçlayan bazı genel ilkelere dayanmaktadır.

2.1.1. Fiyat istikrarı

Fiyat istikrarı, para politikasının önemli bir hedefi olmaktadır. Fiyat istikrarı, ekonomik kalkınmadan demokrasiye ve refaha kadar ulaşılmak istenen tüm hedeflerin önkoşulu olmaktadır. Fiyat istikrarı, insanların yatırım, tüketim ve tasarrufa yönelik kararlarında dikkate almaya gerek duymadıkları ölçüde düşük bir enflasyon oranını ifade etmektedir. Fiyat istikrarı hem enflasyon hem de deflasyona yol açmamak demektir. Enflasyon ekonomideki malların ve hizmetlerin genel fiyat düzeyinde artırılmasıyla, para ve satın alma gücünde bir düşüşe neden olmaktadır. Deflasyon ise

malların ve hizmetlerin genel fiyat düzeyinde daha uzun süre gerileyen durumu olmaktadır.[65]

Çok hızlı enflasyon birçok nedenden dolayı olumsuzdur. Hızlı enflasyon ekonomik karar alma sürecini zorlaştırmakta ve ekonomik büyümeyi yavaşlatmaktadır. Fiyat istikrarı, sadece düşük enflasyon oranına ulaşmakla açıklanmamaktadır. Aynı zamanda o oranın sürdürülmesini de kapsamaktadır. Ancak düşük enflasyon oranının belirli bir süre sürdürüldüğü ortamlar, fiyat istikrarının sağlandığı ortamlar olarak kabul edilmektedir.

Amerika Merkez Bankası (FED) gibi bazı merkez bankaları da fiyat istikrarı için sadece kavramsal tanım yapmakta sayısal bir hedef belirtmemektedirler.[66] Antlaşmada belirtildiği üzere; Eurosistem'in hedefi olan fiyat istikrarını açıklığa kavuşturmak için, AMB Guvernörler Konseyi, 1998'de fiyat istikrarının niceliksel tanımına imza atmıştır: "Fiyat istikrarı, Euro Bölgesi için HICP yıllık yüzde 2'nin altındaki bir artış olmaktadır."

Fiyat istikrarı orta vadede korunmaktadır. Ayrıca Guvernörler Konseyi Mayıs 2003'te bu tanım dâhilinde enflasyon oranını, "orta vadede yüzde 2'ye yakın seviyede tutmayı hedeflediğini belirtmiştir."[67] Bu oranın yüzde 2'nin altında ve yüzde 2'ye yakın olma sebebi, yüzde 2'nin altındaki enflasyon oranı, ekonominin fiyat istikrarından tam olarak yararlanmasına izin verecek kadar düşük olması demektir. Aynı zamanda, Eurosistem'in uygun enflasyon oranını garanti etme yükümlülüğünü önlemekte ve deflasyon riskinden kaçındırmaktadır. Bu, nominal faiz oranlarını sıfırın üstünde tutmak için önemlidir. Deflasyonist bir ortamda, para politikası, faiz oranı enstrümanını

[65] D. Gerdesmeier, 2007, s. 33.

[66] B. Doğru, Merkez Bankası Politikalarının fiyat istikrarı ve diğer iktisadi olgular açısından değerlendirilmesi ve Türkiye'de enflasyon hedeflenmesi örneği, Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, 2012, s.16.

[67] European Central Bank, Price stability: Why is it important for you?, April, 2009, s.8.

kullanarak toplu talebi yeterince canlandıramaz. Bu, para politikasının deflasyonla mücadelesini enflasyonla mücadeleden daha zor hale getirmektedir. Euro Bölgesi'nde enflasyon farklarının etkilerini gidermek için yeterli bir marj sağlamakta ve Euro Bölgesi'ndeki bireysel ülkelerin yapısal olarak çok düşük enflasyon oranlarıyla ve hatta deflasyonla yaşamak zorunda kalmalarını önlemektedir.[68]

Fiyat istikrarının amacı, ekonomideki fiyatların genel seviyesini belirlemektir. Bu hem enflasyondan hem de deflasyondan kaçınılması anlamına gelmektir. Fiyat istikrarı,

- Yüksek düzeyde ekonomik faaliyet ve istihdamın sağlanmasına;
- Fiyat mekanizmasının şeffaflığının geliştirilmesine (tüketicilerin iyi bilgilendirilmiş tüketim ve yatırım kararları almalarını ve kaynakları daha verimli bir şekilde tahsis etmelerini sağlar);
- Faiz oranlarında enflasyon riskini azaltmasına (yani reel faiz oranlarını düşürmekte ve yatırım teşviklerini arttırmaktadır);
- Enflasyonun veya deflasyonun olumsuz etkilerine karşı korunmak için verimsiz faaliyetlerin engellenmesine,
- Vergi ve sosyal güvenlik sistemlerinin, ekonomik davranış üzerindeki bozucu etkisini artıran enflasyon veya deflasyon bozulmalarını azaltmasına;
- Beklenmedik enflasyon veya deflasyon sonucu, zenginlik ve gelirin rasgele yeniden dağıtılmasının önlenmesine;
- Finansal istikrara katkıda bulunmaktadır.[69]

[68] ibid, 2009, s.10.
[69] ibid, 2009, s. 12.

2.1.2. Finansal İstikrar

Günümüzde, Merkez Bankalarının temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Birinci amacı fiyat istikrarı, ikinci hedefleri ise finansal istikrardır.[70] "Finansal istikrar" kavramı yaygın bir şekilde gündemde bulunmaktadır. Aynı zamanda bu kavramı ifade eden tek bir kavram bulunmamaktadır. Finansal istikrar dar kapsamda finansal piyasalardaki hisse senedi, döviz kuru, faiz oranları ve benzeri fiyatların ekonomik birimlerin yatırım ve tüketim kararlarında yanılsamalarına yol açmayacak seviyede oluşması ve hareket etmesi olarak tanımlanmaktadır. Geniş kapsamda ise, finansal istikrar ekonominin sağlıklı işleyebilmesi için, finansal sistemin üstlendiği tasarrufların etkin dağılım rolünü sürekli ve sorunsuz bir şekilde sürdürmesi olarak ifade edilmektedir. [71]

İstikrarlı bir finansal sistem kaynakların etkin bir şekilde tahsis edilmesi, finansal risklerin değerlendirilmesi ve yönetilmesi, istihdam düzeyinin muhafaza edilmesi ve parasal istikrarı veya istihdam düzeylerini etkileyecek gerçek veya finansal varlıkların nispi fiyat hareketlerinin ortadan kaldırılması demektir. Bir finansal sistem, olumsuz olayların sonucu olarak ortaya çıkan finansal dengesizliklerin giderilmesinde istikrar aralığı içerisinde bulunmaktadır. Sistem, istikrar ortamında, şokları öncelikle kendi kendini düzeltici mekanizmalar yoluyla devir alarak, olumsuz olayların reel ekonomide veya diğer finansal sistemler üzerinde yıkıcı bir etkiye sahip olmasını önlemektedir. Finansal istikrar ekonomik büyüme için çok önemlidir. Çünkü reel ekonomideki çoğu işlem, finansal sistem aracılığı ile gerçekleştirilmektedir. Finansal istikrarın değeri, finansal istikrarsızlık dönemlerinde, yani finansal istikrarın olmadığı dönemlerde en iyi şekilde görülmektedir. Bu dönemlerde bankalar kârlı projeleri finanse

[70] G. Erçel, 1998 Yılı Para Politikası Uygulaması: Basın Toplantısı, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 1998, Ankara.

[71] TCMB, Yıllık Rapor Eylül, Bülleten, s: 3, 2006, s.1

etmek konusunda isteksiz bulunmaktadır. Aynı zamanda varlık fiyatları yüksek değerler içinden sapmakta ve ödemeler zamanında yapılmamaktadır. Büyük istikrarsızlık yüksek enflasyon veya bir borsa çökmesine neden olabilmektedir.[72]

Finansal istikrar her zaman merkez bankaları için hayati önem arz etmektedir ve merkezi bankalar için kesinlikle uygun bir hedeftir. Küresel olarak entegre piyasalarında, merkez bankaları ve diğer mali yetkililer için bilgi paylaşımı, kriz önleme tedbirleri hakkında iletişim kurma ve etkili kriz yönetimi eylemlerine ortak bir ilgi tanımak her zamankinden daha önemli olmaktadır.[73]

2.1.3. Fiyat İstikrarı ile Finansal İstikrar Arasındaki İlişki

Finansal istikrar, yukarıda da bildirdiğimiz üzere, finansal piyasaların ve bu piyasaları oluşturan kurumların temel fonksiyonlarını yerine getirebildiği, sağlıklı ve istikrarlı bir şekilde işlediği bir durumu tanımlamaktadır. Bazı merkez bankaları, finansal istikrarın geliştirilmesinde önemli rol oynamaktadır. Fiyat istikrarı, merkez bankalarının ana hedefi olarak bulunmaktadır. Finansal istikrarın sorumluluğu daha az resmileştirilmekte veya hükumet sektörüne verilmektedir. Finansal istikrar için açık yetkiye sahip olan merkez bankaları, istenilen istikrara ilişkin hedefleri ile olası olumsuzlukları dikkate almadan, bu hedefe ulaşmak için para politikası araçlarını kullanmaları gerekmektedir. AMB'nin para politikası ile finansal istikrara katkıda bulunması, fiyat istikrarı hedefine bağımlı olmaktadır. Bu görev, fiyat istikrarının

[72] D. Harrison, Price and Financial Stability: Rethinking Financial Markets, May, 2018, s.25.

[73] R. Ferguson, "Should Financial Stability Be an Explicit Central Bank Objective?", Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems, Conference at the IMF in Washington, D.C. September 16–17, 2002.

sağlanmasının para politikasının finansal istikrarı desteklemesi için en iyi katkıyı sağlayacağı görüşünü yansıtmaktadır.[74]

Literatürde şu şekilde bir soru kullanılmaktadır: Finansal istikrar fiyat istikrarı ile ilişkili mi? Küresel finansal kriz sonrasında merkez bankalarının çoğunun finansal istikrar denetiminden sorumlu olması nedeniyle, bu soru politika uygulaması için önemli bulunmaktadır. Bu konuyla ilgili olarak literatürde şöyle bir ifade bulunmaktadır: "Para politikası, toplam fiyat istikrarını üretirken, yan ürün olarak finansal sistem istikrarını sağlamaya çalışmaktadır." Enflasyon ve varlık fiyatları arasındaki bağ hem mikro hem de makro taraftan vurgulanmaktadır. Mikro tarafta, fiyat istikrarsızlığını enflasyon bozulması, belirsizliğin artması, yatırımın kısa süreleri ve hükümetlerin nominal kazançlarıyla ilişkilendirilmektedir. Bütün bu boyutlar finansal istikrarsızlığı üretmektedir. Makro tarafta ise, finansal risk ve teminatın değeri üzerinde fiyat istikrarsızlığının etkisini tartışmaktadır. Daha sonra, enflasyon spekülatif yatırımları teşvik ederek finansal istikrarsızlığa neden olmaktadır.[75]

Fiyat istikrarı, finansal istikrar için ön şarttır. Aynı zamanda, para politikasının iletim mekanizmasının düzenli bir şekilde işlev görmesini sağlayarak, merkez bankasının fiyat istikrarını teşvik etmesine yardımcı olmaktadır. Bu nedenle, uzun vadeli bir perspektiften bakıldığında, finansal istikrar ve fiyat istikrarı karşılıklı olarak politika hedeflerini güçlendirebilmektedir. Kısa vadede finansal istikrar ve fiyat istikrarı her zaman el ele gidemez. Çünkü fiyat istikrarının olduğu bir ortamda bile finansal dengesizlikler gelişebilmektedir. Aynı zamanda, düşük enflasyonist ortamda bile, finansal istikrarsızlığın olabileceği gözükmektedir. Varlık fiyatlarındaki kabarcıklar olduğunda, merkez bankaları para politikası tepkisinde daha uzun bir perspektif benimsemek zorunda kalmaktadır. Orta vadeli bir yönelim, politika yapıcıların şokun

[74] European Central Bank, 2011, s. 56.

[75] C. Blot, Assessing the Link between Price and Financial Stability, Working Paper, February, 2014, s.5.

daha uzun süre devam eden niteliğini yakalamasına ve varlık fiyatındaki dengesizliklerin birikimine yaslanmış bir para politikası tepkisi oluşturmalarına yardımcı olmaktadır. Buna karşılık, önceden belirlenmiş belirli dönemli bir ufku olan politika çerçevesi, politika yapıcıları fiyat istikrarına ve muhtemelen enflasyon beklentilerinin istikrarı bozma risklerine çok kısa bir bakış açısı getirebilmektedir.[76]

Finansal istikrar ile fiyat istikrarı arasında geleneksel bilgeliği açıklayan hiçbir teori bulunmamaktadır. Bir taraftan finansal istikrarsızlık parasal rahatsızlıklardan kaynaklanabilmektedir. Parasalcı görüşe göre para kasılmaları veya genişlemelerinden kaynaklanan beklenmedik enflasyon, bankacılıkta paniğe yol açabilmektedir. Öte yandan finansal istikrar ile fiyat istikrarı arasındaki korelasyon, ekonomik patlamaların, güvenin arttığı ve borçlanmanın artmasına neden olan eğilim artılarının olduğu dönemlerde, finansal kırılganlık görünümünün bir sonucu olabilmektedir. Varlık fiyatları da artar, ancak malların ve hizmetlerin fiyatının artması gerekmez. Artış zamanı yükselen enflasyon, borçlanmanın gerçek maliyetinde bir düşüşe neden olduğu için kabarcığı şişirebilmektedir. İşlemler, aracılar borcunu ödeyemediğinde sona ermektedir. Ekonomi, fiyat ve finansal istikrarsızlığın birbirine yaklaştığı bir borç daraltma sürecine girebilmektedir. Finansal istikrar, sadece merkez bankaları tarafından sabitlenen faiz oranı dışındaki enstrümanlar ile ele alınmalıdır. Sonuç olarak, finansal istikrar, fiyat istikrarı hedefinden bağımsız olarak ele alınmalıdır.[77]

2.1.4. Döviz Kur Politikası

Euro Bölgesi ülkeleri içerisinde ortak uygulanan diğer politika, döviz kur politikası olmaktadır. Euro Bölgesi, döviz kur alanında birlik elde etmektedir. Döviz kur

[76] European Central Bank, 2011, s, 57.
[77] C. Blot, 2014, s. 10.

politikası, topluluğun özel yetkisi olmaktadır. Üye devletler bu alanda kendi kendini idare ederek hareket edemezler. Avrupa Konseyi, 1997 yılı kararında "döviz kurlarının diğer tüm ekonomik politikaların sonucu olarak görülmesi gerektiği"ni belirtmiştir. Döviz kur politikası, yapısı gereği uluslararası olmaktadır. Uluslararası iş birliği bağlamında çalışması gerekmektedir. Euro Bölgesi'nin döviz kur politikası, ABD, Japonya, Çin ve diğer ülkelerden ayrı görüle bilmemektedir.[78]

Euro Bölgesi ülkelerinin ekonomisinin yönetiminden sorumlu olan AMB, Euro ile diğer yabancı paralar arasındaki kurun yönetiminden sorumlu bulunmaktadır. Böylelikle, AMB'nin görevleri arasına Euro'nun AB dışındaki üçüncü ülke paralarına karşı istikrarını korumak amacıyla, döviz piyasalarını takip etme ve kur istikrarını tehdit eden piyasa risklerini azaltma yönünde yapılacak döviz operasyonlarını yönetme görevi de eklenmektedir.

Euro'nun ortaya çıkması, döviz kur politikası için tek bir para birimine sahip olmak ve tek bir döviz kur politikası anlamına gelmektedir.[79]

Döviz kuru politikasına ilişkin karar alma sorumluluğu, Avrupa Konseyi, Ecofin Konseyi ve AMB arasında paylaştırılmaktadır. Döviz kuru politikasında son söz Avrupa Konseyinde olmaktadır. Uygulama ise AMB ve UMB tarafından gerçekleştirilmektedir. Aynı zamanda Konsey, Euro ile AB dışındaki ülkelerin paraları arasındaki kur sistemine ilişkin resmi anlaşmalar yapabilmektedir. Bu tür döviz kuru anlaşmasının olmadığı durumda, Konsey nitelikli oy çokluğu ile döviz kuru politikasına ilişkin genel yönlendirmeler formüle edebilmektedir.[80]

---

[78] L. B. Smaghi, The Euro Area's Exchange Rate Policy and the Experience with International Monetary Coordination during the Crisis, European Commission, Brussels, April, 2009.

[79] L. B. Smaghi, 2009.

[80] ABİHA, md. 219.(www.ecb.europe.eu).

AMB'nin döviz işlemlerinde kullandığı döviz rezervleri, Euro Bölgesi ülkelerinden aktarılmaktadır. İhtiyaç duyulduğunda bu döviz rezervlerinin önemli kısmı AMB tarafından tutulmakta ve yönetilmektedir. AB üyesi ülkeleri EPB'ye katıldıklarında bu ülkelerin UMB'dan AMB'ye transfer edilecek döviz tutarı, 50 milyon dolar olarak belirlenmiştir.[81] Başlangıçta, Euro Bölgesi'ne katılan ülkelerin merkez bankaları tarafından AMB'ye toplam 40,74 milyar Euro tutarındaki resmi rezerv transfer edilmiştir.[82] UMB'nin AMB'nin sermayesine katkı tutarlarından düşürülen bu transferler, yüzde 15'i altın, geriye kalanı ABD doları ve Japon yeni cinsindendir. Bir ülkenin AB'ye katıldığı zaman başlangıç limiti, AMB'nin taahhüt edilmiş sermayesi, UMB'nin payı oranında otomatik olarak artmaktadır. Döviz operasyonları, AMB'nin iznine tabi olarak üye ülkelerin UMB tarafından yerine getirilmektedir.[83]

2.1.5. Ödemeler Sistemi (TARGET)

EPB'nin amacı, üye ülkeleri ortak para politikasının uygulandığı bütünleşmiş bir para piyasası içinde toplamaktır. Böylesine geniş bir coğrafi alana yayılmış para piyasasında bankacılık işlemlerinin ve bankalar arası borç ve alacak işlemlerinin vakit kaybetmeden eşzamanlı olarak yapılması gerekmektedir. Bu nedenle EPB ortak bir ödemeler sistemi kullanılması gereğini de beraberinde getirmiştir.

Euro'nun 1 Ocak 1999'da devreye girmesiyle birlikte, Euro Bölgesi'ndeki ödeme servislerinin sağlanmasına ilişkin ilkeler değişmiştir. Tek bir para biriminin varlığı, Euro Bölgesi içerisindeki sınır ötesi ödemelerin, prensipte tek bir ülke içindeki ödemelerden farklı olmadığı anlamına gelmektedir. Tek bir para politikasının

[81] AMB Protokolü, md.30/1. (www.ecb.europe.eu).
[82] B. Akçay; İ. Göçmen, Avrupa Birliği, tarihçe, teoriler ve politikalar, Seçkin Yayınları, 2.baskı, 2012, s.254.
[83] AMB Protokolü, md.49/3. (www.ecb.europe.eu).

yürütülmesi, tüm Euro Bölgesi ülkelerini kapsayan tek bir para piyasasının kurulmasını gerektirmiştir. Bu tek para piyasası, Euro sisteminde acil büyük değerli ödemelerden oluşan merkez bankası parası için, Eurosistem'in bir alan çapında TARGET sistemi yaratılmasıyla büyük ölçüde kolaylaştırılmaktadır.[84]

Trans-Avrupa Otomatik Gerçek Zamanlı Ulusal Toptan Ödeme Sistemi Ağı (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer System - TARGET), dünyanın önde gelen ve en büyük ödeme sistemlerinden biri olmaktadır. TARGET, Euro'nun piyasaya sürdürülmesi ile aynı zamanda 4 Ocak 1999'da hayata geçirilmiştir.[85] Bu tarihten itibaren TARGET, tek para politikasının yürütülmesini ve Euro Bölgesi'ndeki birleşik bir para piyasasının oluşturulmasını kolaylaştırmıştır.[86] TARGET üç ana hedefi karşılamak üzere kurulmuştur:[87]

- Eurosistem'in para politikasının ihtiyaçlarına hizmet etmek;
- Avrupa çapında sınır ötesi ödemelerin etkinliğini arttırmak ve
- Sınır ötesi ödemelerin çözümü için güvenilir ve güvenli bir mekanizma sağlamak.

TARGET, bankalar arası operasyonlarla ilgili geniş ödemeli ödemelere özel odaklanarak sistemik riski azaltmaya yardımcı olmaktadır. Yalnızca Euro cinsinden kredi transferlerini işlemektedir. TARGET'in amacı, kullanıcı ihtiyaçlarını daha iyi karşılamak, uyumlu bir fiyatlandırma şemasıyla uyumlu bir hizmet seviyesi ve maliyet etkinliği sağlamak, AB'nin ve Euro Bölgesi'nin genişlemesi de dâhil olmak üzere gelecekteki gelişmelere hazırlanmaktır.[88]

---

84 European Central Bank, The Payment System. Payments, Securities and Derivatives, and The Role of The Eurosystem, 2010, s. 25.

85 European Central Bank, TARGET Annual Report, 2008, s. 9.

86 The Eurosystem, TARGET. The Current TARGET system, 2005.

87 European Central Bank, TARGET Annual Report, 2001.

88 European Central Bank, 2010, s. 30.

Avrupa Para Kurumu (APK), gerçek zamanlı ulusal brüt sistemleri (RTGS: Real-Time Gross Settlement System)[89] arasında bağlantıyı sağlayacak yeni bir sistemin kurulmasına yönelik ilk raporunu hazırlamıştı. TARGET, Euro için bir gerçek zamanlı brüt ödeme sistemleri (RTGS) ağı olarak tanımlanmıştı.[90] Gerçek zamanlı brüt ödeme sisteminde (RTGS), mutabakat her ödeme bazında yapılmaktadır. Bu nedenle ödemeler geri alınamaz. EPB'ye katılmış olan ülkeler ve gerçek zamanlı brüt ödeme sistemleri (RTGS), Euro ile işlem yapma özelliği taşıyan AB üyeleri TARGET Sistemine UMB'nin ödemeler sistemleri ile doğrudan bağlanabilmektedir.[91]

TARGET, yalnızca Euro cinsinden kredi transferlerini işlemektedir. Amaç, döviz ve para piyasası işlemleriyle ilgili olanların, özellikle büyük değerli ödemelerin, yüksek güvenlik ve çok kısa işlem süreleri ile düşük maliyetle hayata geçirilmesi için, Euro Bölgesi boyunca ödemelerin yapılmasına izin vermektir.

Gerçek zamanlı brüt ödeme sistem (RTGS) sayesinde ödemeler tek tek ele alınmaktadır. Koşulsuz ödeme emirleri sürekli olarak tek tek otomatik olarak işlenmektedir. Bu nedenle TARGET, parayı merkez bankasıyla gönderen kurumun hesabında bulunan yeterli fon veya para çekme imkânlarının olması koşuluyla, ödemelerin derhal ve nihai olarak çözülmesini sağlamaktadır. TARGET yoluyla yapılan bir ödeme için ayarlanmış minimum tutar yoktur.[92]

TARGET, ulusal gerçek zamanlı brüt ödeme sistemleri (RTGS) ve AMB ödeme mekanizmasından oluşan ve merkezi olmayan bir ödeme sistemidir. TARGET sistemi, AB üye ülkelerindeki altyapıları kullanmaktadır. Ülkelere ve AMB ödeme

[89] Gerçek zamanlı bir brüt ödeme sistemi, işleme ve yerleşimin seri işleme modundan ziyade gerçek zamanlı (yani sürekli) gerçekleştiği bir ödeme sistemidir. İşlemlerin derhal sonuçlandırılması sağlanır. Brüt yerleşim, her bir transferin net esas alınmak yerine ayrı ayrı yapılması anlamına gelir.

[90] European Central Bank, 2010, s. 37.

[91] E. C. Karataş, Avrupa Merkez Bankası'nın Para Piyasaları Üzerindeki Etkisi, İstanbul Üniversitesi, Yüksek Lisans Tezi, 2015, s.77.

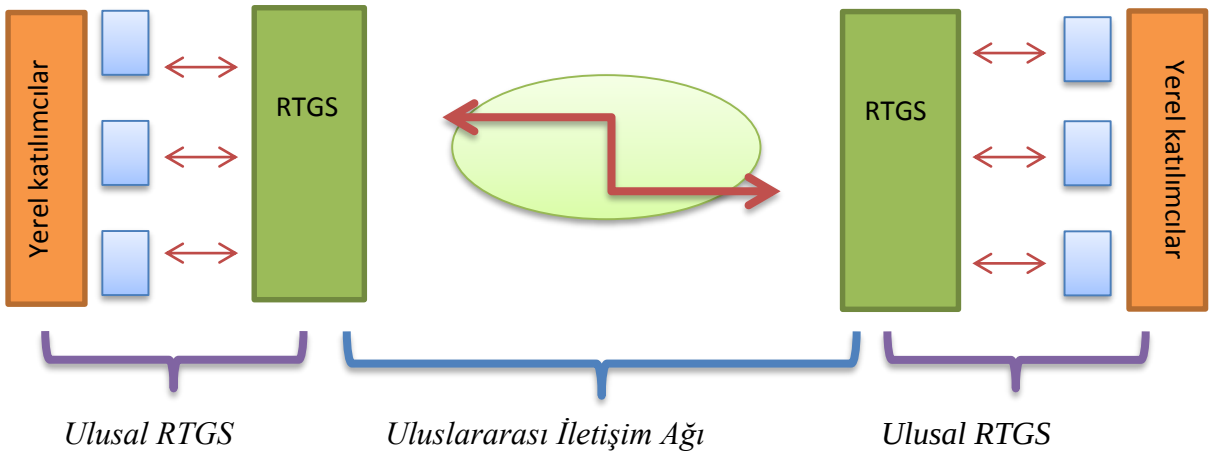
[92] European Central Bank, İnformation Guide For Credit İnstitutions Using TARGET, 2005, s. 9.

mekanizmasına, Euro Bölgesi için tüm ödemeleri işleme koymak için gerekli tek bir ödeme sistemi hedeflenmektedir. Gerçek zamanlı brüt ödeme sistemi (RTGS) katılımcılarının uzlaşma hesapları UMB'de yapılmaktadır. Bireysel ödeme mesajları, borçlanma ve borçlandırma için karşılıklı hesaplar kullanarak, iki merkez bankası arasında doğrudan ve karşılıklı olarak değiştirilmektedir. Sadece birkaç genel merkezi fonksiyon AMB tarafından üstlenilmektedir (örneğin, TARGET koordinasyonu ve son işlemler).[93]

TARGET sisteminin üç bileşeni bulunmaktadır:[94]

- Üye ülkelerin gerçek zamanlı brüt ödeme sistemleri (RTGS),
- Ülke sistemleri arasında bağlantıyı sağlayan ülkeler arası "İletişim Ağı" (Network) ve yerel ara yüzlerden oluşan "İnterlinking Sistemi" (sınır ötesi bağlantıyı sağlamaktadır),
- Avrupa Merkez Bankası.

Tablo 4. TARGET Sistemi Yapısı ve Bileşenleri

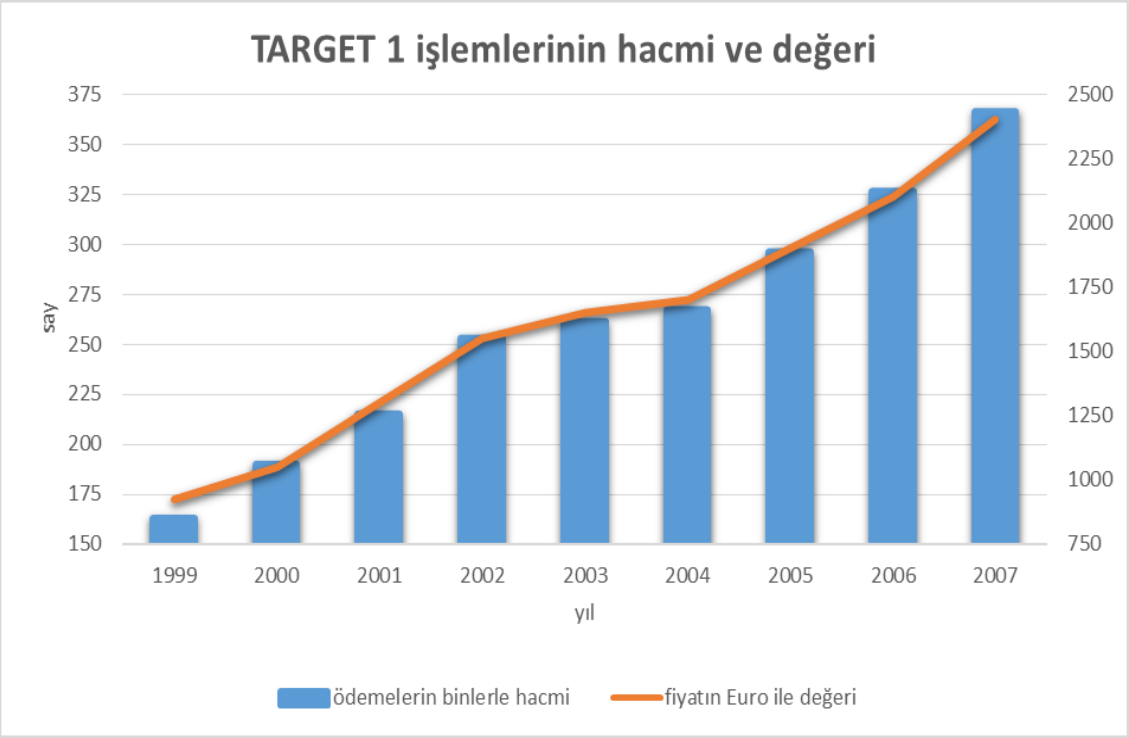


Kaynak: *Yüksel Birinci, Euro'nun Uluslararası Finansal Piyasalar ve Türkiye Ekonomisi üzerindeki Etkileri, İstanbul, Alfa Yayınları, 2001, s.58.*

[93] ibid, 2005, s. 14.
[94] B. T. Yücememiş, 2004, s.144.

TARGET'i kullanmanın birçok avantajı bulunmaktadır; TARGET, ödemeleri merkez bankası parasıyla derhal sonuçlandırarak, katılımcılar arasındaki uzlaşma risklerini ortadan kaldırmakta, birkaç dakika içinde TARGET'e katılmakta olan bir ülkedeki banka hesapları arasında büyük miktarda para aktarımı yapmayı mümkün kılarak gerçek zamanlı çözüm sağlamaktadır. TARGET, sabah 7'den akşam 6'ya kadar açık olan uzun çalışma saatlerine sahiptir. Aynı zamanda, TARGET, yüksek kullanılabilirlik derecesine sahip olan, oldukça güvenilir bir sistemdir.[95]

Grafik 1. TARGET 1 1999-2007 yılları arasındaki İşlemlerinin Hacmi ve Değeri



Kaynak: *ECB.*

TARGET, sadece AMB'nin para politikasının ihtiyaçlarına hizmet etme ve Euro para piyasasının entegrasyonunu teşvik etme hedeflerini yerine getirmemiştir. Aynı zamanda altı yıllık operasyonundaki büyümede görüldüğü üzere, kullanıcılar arasında giderek popüler hale gelmiştir. Grafik 1'den de görüldüğü gibi, 1999'da TARGET olarak işlenen ödemelerin sayısı ortalama günlük 163.000 ödemeyle 925 Euro milyar

[95] European Central Bank, TARGET Annual Report, 2005, s. 47.

değerinde gerçekleşmiştir. 2004 yılında, iş günü başına 1.714 milyar Euro tutarında 267.000'den fazla ödeme yapılmıştır.[96] Bu göstericiler gitgide daha da yükselmiştir. Grafik 1'de de gösterildiği gibi 2005 yılında iş günü başına ödemelerin 296,000 ödemeyle 1900 Euro milyar değerinde, 2006 yılında 326,00 ödemeyle 2100 Euro milyar değerinde ve 2007 yılında 366,000 ödemeyle 2400 Euro milyar değerinde gerçekleşmiştir.

TARGET sistemi, çalışma yılları boyunca ana hedeflerini başarıyla yerine getirmiştir. Politika ve işletme hedeflerine ulaşmıştır. Büyük miktarda ödemelerin yüksek yüzdesi TARGET sistemine yerleşmiş, sistemik riskin sınırlandırılmasına katkıda bulunmuştur. Euro Bölgesi'nde hizmet sunumu tek para piyasasını desteklemiş ve sınır ötesi ödemelerin verimliliğini artırmıştır.[97] Başarılarına rağmen, TARGET'in en büyük eksiklikleri, heterojen teknik tasarımından kaynaklanmaktadır.

Bu nedenle ve AB'nin gelecekte Euro Bölgesi'nin genişlemesi gibi çevre değişiklikleri yüzünden AMB Guvernörler Konseyi Ekim 2002'de ikinci nesil bir sistem geliştirmeye karar vermiştir. Yönetim Konseyi TARGET2'nin uyumlu temel hizmetler sunacağını düşünmüştür. Bu temel hizmetler tek bir teknik platform tarafından sağlanacak ve tek bir fiyat yapısına göre fiyatlandırılacaktır. Bu yeni yaklaşım, Eurosistem'in daha düşük maliyetler elde etmesine ve aynı zamanda TARGET2 toplam maliyetinin çok büyük bir bölümünü geri kazanmasına olanak tanıyan teknik konsolidasyona dayanmıştır. Yönetim Konseyi, TARGET2'in teknik konsolidasyonuna rağmen, UMB'nin kendi ülkelerindeki karşı taraflarla olan ilişkilerinin, merkezi olmayan niteliği, para politikası ve son çare ilişkilerinin borç vermesi de dâhil olmak üzere korunacağını kabul etmiştir.[98]

---

96 European Central Bank, 2010, s. 170.

97 ibid, 2010, s. 175.

98 European Central Bank, TARGET Annual Report ,2008, s. 10.

TARGET2, AB bankalarının birbirleri arasında gerçek zamanlı olarak para transferi yapmasını sağlayan bir ödeme sistemidir. Buna, gerçek zamanlı brüt yerleşim (RTGS) adı verilmiştir. TARGET2, 2007'de tek bir teknik platformda çalışan ve yapılan ödemelerin yüzde 90'ını AB seviyesinde işleyen yeni bir ödemeler sistemi olarak oluşturulmuştur.[99] Önceki sistemin yerini Mayıs 2008'de devre dışı bırakırken tamamen değişmiştir.[100]

TARGET2'ye yol açan başlıca nedenler şunlardı:

- Tek bir teknik platform tarafından sağlanması gereken bazı uyumlaştırılmış hizmetlerin gerekliliği;
- Maliyet kurtarma problemi;
- Uyumluluk problemi;
- Başlangıçta olan 15 ulusal sistem ile karşılaştırıldığında AB'nin genişlemesi ve 27 ulusal sistemiyle ara bağlantı güçlüğü;
- EURO1[101] sisteminin rekabetçi koşulları altında, Euro sistemlerinin güvenilirliği.

TARGET2 sisteminin faaliyeti az sayıda bankacılık topluluğuna odaklanmıştır. Beş ülke; Almanya, Fransa, İspanya, Hollanda ve İtalya, TARGET2'nin başlıca mükellefleridir ve ödeme değerinin yüzde 90'ından fazlasını oluşmuştur.[102]

Grafik 2'de TARGET2'nin 8 yılda sahip olduğu iş hacmi gösterilmektedir. Sistemin cirosu 1999'da piyasaya sunulduğundan beri sürekli artarken, 2009'da yüzde 19,3'lük

[99] E. V. Dragoi; M. D. Coman; O. M. Ilie, TARGET –new payment system for the Euro Area, Annals of the Constantin Brâncuşi University of Târgu Jiu, Economy Series, Issue 2/2015, s. 102.

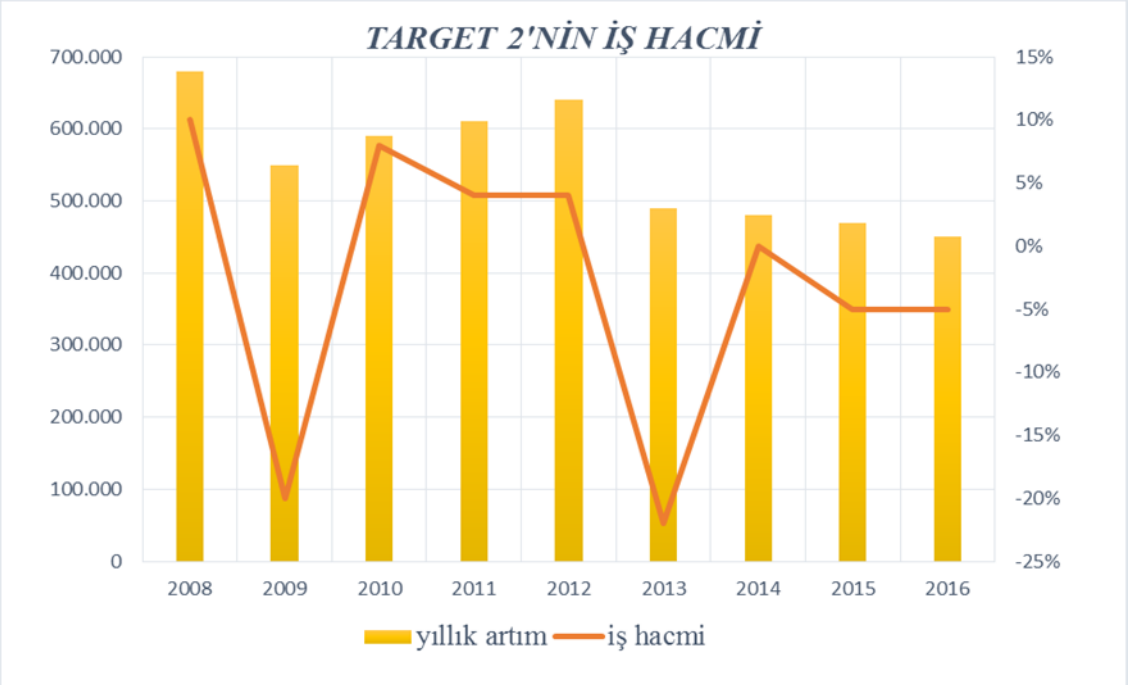
[100] European Central Bank, The Payment System. Payments, Securities and Derivatives, and The Role of The Eurosystem, 2010, s. 177.

[101] EURO1 sistemi, özel bankaların sahip olduğu, Euro cinsinden net bir ödeme sistemidir. Euro cinsinden çalışan ikinci büyük değerli ödeme sistemidir. Sistem, gün sonunda, TARGET2 aracılığıyla katılımcılarının nihai konumlarını belirlemektedir.

[102] E. V. Dragoi; M. D. Coman; O. M. Ilie, TARGET– new payment system for the Euro Area, Annals of the Constantin Brâncuşi University of Târgu Jiu, Economy Series, Issue 2/2015, s. 110.

keskin düşüş göstermiştir. Bu belirgin azalmanın birtakım nedenleri bulunmaktadır: Finansal krize atfedilen işlem sayısındaki azalma, mantıksal olarak ciroda bir düşüşe neden olmaktadır. Açık piyasa işlemlerinin ortalama süresindeki artışın da (özellikle, bir yıl vadelere sahip uzun vadeli refinansman operasyonlarının getirilmesi) TARGET2'de belirlenen değer üzerinde olumsuz bir etkisi olmuştur.[103] 2009-2012 yılları arasındaki dönemde TARGET2 iş hacimleri, finansal krizin etkisiyle önemli bir düşüşün ardından, 2009'dan 2012'ye kadar yüzde 3'den yüzde 7'e bir büyüme oranı ile istikrarlı bir şekilde toparlanmıştır. 2013 yılında yüzde 22 oranında gözlemlenen ani düşüş, istatistiksel metodolojideki bir değişikliğe bağlı meydana gelmiştir. Bu değişiklik ciroyu temsil eden toplama dâhil edilmeyen bazı işlemler içermiştir.[104]

Grafik 2. TARGET 2'nin 2008-2016 yılları arasındaki iş hacmi,



Kaynak: *TARGET Annual Report 2016.*

[103] European Central Bank, TARGET Annual Report, 2009, s. 17.
[104] European Central Bank, TARGET Annual Report, 2013, s. 10.

2.2. Euro Bölgesi'nin Özellikleri ve Gelişmesi

AB'de 28 ülke olduğu bilinmektedir. Belçika, Fransa, Almanya, İtalya, Lüksemburg ve Hollanda 1952'de AB'yi kurmuştur. 1973 yılında Danimarka, İrlanda ve Birleşik Krallık, 1981'de Yunanistan, 1986'da Portekiz ve İspanya, 1995'te Avusturya, Finlandiya ve İsveç, 2004'te Kıbrıs, Çek Cumhuriyeti, Estonya, Macaristan, Letonya, Litvanya, Malta, Polonya, Slovakya, Slovenya, 2007'de Bulgaristan ve Romanya 2013'de ise Hırvatistan bu birliğe üye olmuştur.

İlk olarak, AB üyesi olan 11 ülke – Belçika, Almanya, Fransa, İrlanda, İtalya, Lüksemburg, Hollanda, Avusturya, Portekiz ve Finlandiya Euro'yu kabul etmiştir. Bu üye ülkeler dünyanın ikinci büyük tek para birimi bölgesini oluşturmuştur. Böylelikle Euro, ikinci en önemli uluslararası para birimi haline gelmiştir. Birinci uluslararası para birimi sırasında Amerikan doları bulunmaktadır. [105]

2002'de, Euro ulusal para birimlerinin içerisinde yerini almıştır. Bir para birliğine girmek, ülkeler arası rekabeti teşvik etmek gibi faydaları içermekle birlikte, bir ülkenin bir EPB üyesi olarak artık bir müstakil para politikasına sahip olamaması anlamına gelmiştir.[106] Ancak, Euro Bölgesi'nin para politikası, AMB tarafından yürütülürken, maliye politikası halen ulusal düzeyde karara bağlanmaktadır. Para politikası ve maliye politikası arasındaki asimetrik ilişkiden ötürü, EPB'nin kurumsal tasarımı bitmemiş halde bulunmuştur. [107]

Tarihe baktığımızda, Euro Bölgesi'ne kurulmasından bu yana birçok ülke katılmıştır. Katılan ülkelerin sayısı 19'a yükselmiş ve Euro Bölgesi oluşturulmuştur. Euro, insanlar, şirketler ve pazarlar arasındaki engelleri yıkmıştır. Altınla bağlantısını

[105] Economic and Financial Affairs, EMU @ 10: Successes and Challenges after 10 years of Economic and Monetary Union. European Commission, 2008.

[106] R. Mundell, Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates. The Canadian Journal of Economics and Political Science, 29(4), 475-485, 1963.

[107] V. Army, Economic and Monetary Union, 2013.

kesmekle kalmayıp, aynı zamanda ulusun devletle bağlantısı olan ilk para birimi olmuştur.[108]

2.2.1. Euro Bölgesi'nde Para Politikası

AMB'nin para politikasının temel amacı, orta vadede fiyat istikrarını sağlamaktır. Bu nihai hedef tam olarak ABA Madde 105 (1)'de tanımlandığı gibidir: "AMBS'nin temel amacı, fiyat istikrarını sağlamaktır. Fiyat istikrarının hedefine halel getirmeksizin AMBS, 2.maddedeki topluluk hedeflerine ulaşılmasına katkıda bulunmak amacıyla topluluktaki genel ekonomi politikalarını destekleyecektir "

AMB'nin para politikasının stratejisinin birçok unsura dayandığı bilinmektedir. En önemlisi, fiyat istikrarının niceliksel bir tanımlamasıdır. AMB Yönetim Konseyi tarafından "Euro Bölgesi'nde yıl ortasında yüzde 2'nin altındaki HICP yıllık bazda yüzde 1 artmıştır" şeklinde tanımlanmıştır. Bu tanım 2003 yılının mayıs ayında açıklanarak HICP'in "ancak yüzde 2'ye yakın"tutulacağı belirtilmiştir.[109]

Tablo 5'de gösterildiği gibi, fiyat istikrarının değerlendirilmesi amacıyla, AMB iki sütunlu strateji içeren bir sistem uygulamaktadır. Bu sistem ekonomik ve parasal analiz olarak hazırlanmaktadır. Bu stratejinin matematiksel bir açıklaması bulunmamaktadır. Ama AMB açık bir şekilde bu iki analiz türünü birbirinden ayırdığını ve Euro Bölgesi'ndeki para politikası üzerindeki kararların bu analizlere dayandığını açıkça belirtmektedir.[110]

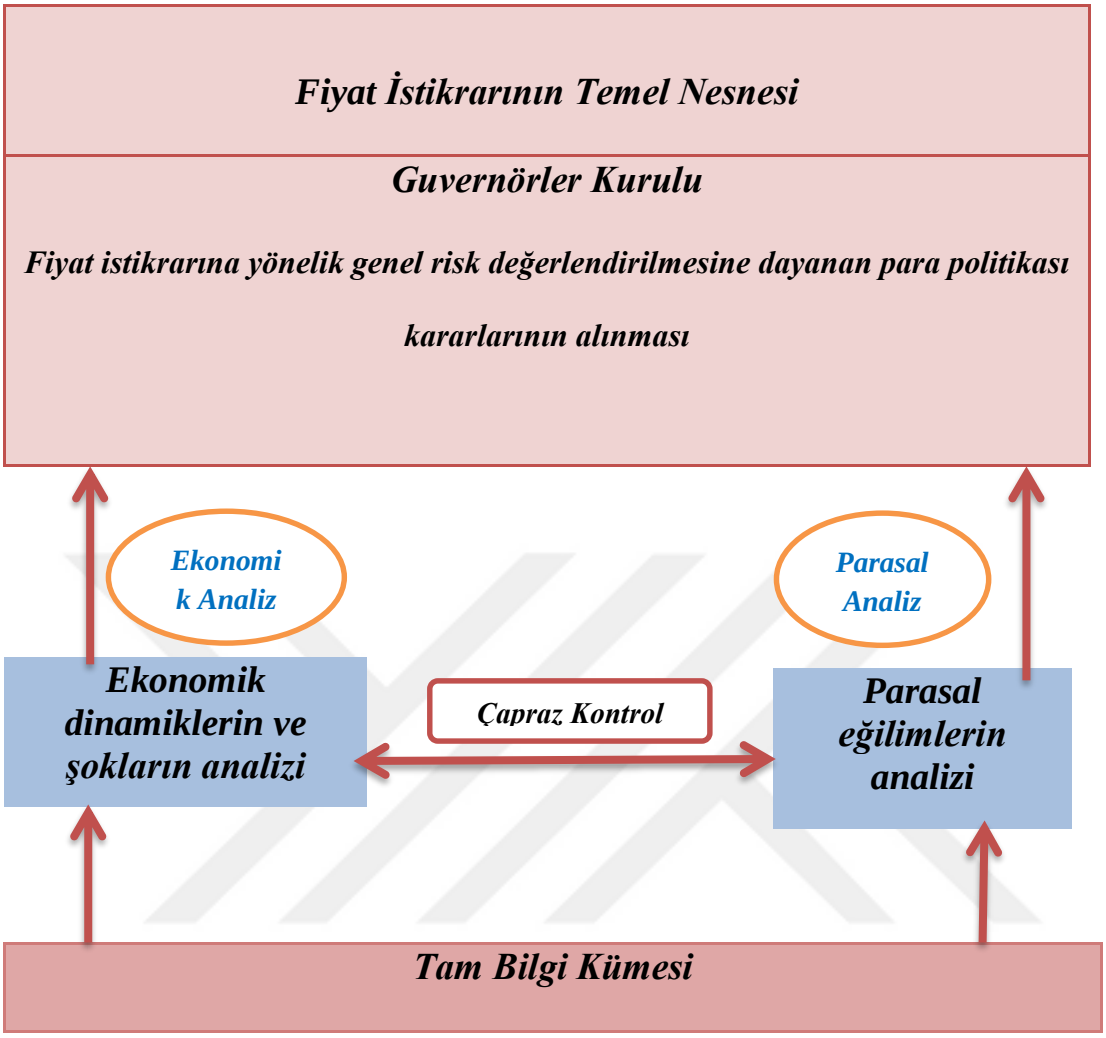
---

[108] D. March, The Euro- the Politics of the New Global Currency. Yale University Press, 2009.

[109] The European Central Bank, , Monthly Bulletin, January, 2003, s. 79.

[110] O. Lehtimäki, Evaluation of the European Central Bank's Reactions to the Recent Financial Crisis within the Two Pillar Framework, Helsinki School of Economics, Master Thesis, 2009, s. 17.

Tablo 5. Fiyat İstikrarının Temel Nesnesi: Ekonomik ve Parasal Analiz



Kaynak: *ECB*

Ekonomik analiz kısa ve orta vadeli hedefler için, fiyat istikrarına ilişkin riskleri belirlemeyi amaçlanmaktadır. Bunun için iş döngü analizleri yapılmakta, kısa ve orta vadeli ufukta, fiyat gelişmelerini ve çıktı eğilimlerini anlama ile ilgili ekonomik şoklar tespit etmeye çalışılmaktadır. Parasal analiz ise, orta ve uzun vadeli hedeflerdeki fiyat istikrarına ilişkin riskleri belirlemeyi amaçlamaktadır. Parasal analiz, AMB'nin karar verme sürecinde önemli bir rol oynamaktadır**.** Parasal ve ekonomik analizlere dayanarak, AMB Yönetim Konseyi, para politikası duruşunu işaret etmek için AMB'nin temel faiz oranlarını belirlemektedir. AMB'nin politika operasyonlarındaki çapraz kontrol prosedürü, yalnızca ekonomik ve parasal analizlerin karar verme sürecinde

dikkate alındığı anlamına gelmektedir. Kontrol çapraz prosedürü ekonomideki paranın büyüme oranını körü körüne takip eden net hataların olasılığını sınırlamaktır.[111]

Bu durum, merkez bankasının ekonomik faaliyetlerde yavaşlamaya yol açacak bir para politikasını sıkılaştırmasına ve daha sonra, merkez bankaların ve hükümetlerin depresif ekonomiyi daha da güçlendirmeye yönelik gereksiz eylemlere yol açmasına neden olabilmektedir. M3'ün büyüme hızında geçici hızlanmanın ardındaki bu eylemler, gerçek nedenler hakkında doğru bir analizle önlenebilmektedir. AMB'nin çerçevesindeki doğru analiz, çapraz kontrol prosedürüyle alınmalıdır.[112]

2.2.1.1. Euro ve Finansal Piyasalar

EPB, AMB'nin UMB'den parasal kararların kontrolünü eline geçirdiği andan, yani 1 Ocak 1999'dan itibaren faaliyete geçerek Euro terimi kullanmaya başlamıştır. Ulusal para birimleri kendi ülkesinde hâlâ kullanılmaktaydı. Euro kurları geri alınamaz şekilde sabitlenmiştir. 1 Ocak 2002'de banknot ve paralar şeklinde Euro çıkarılarak ulusal para birimleri dolaşımdan alınmıştır. Birkaç yıl içinde Euro Bölgesi'nde Euro'nun piyasaya sürülmesiyle birlikte, finansal piyasalar da büyümeye başlamış ve ekonomide önemli rol oynamıştır. Bu süreç içinde Euro bazı zorluklarla karşı karşıya kalmıştır. Bu zorluklardan biri, 1992'de Fransız halkının para birimini neredeyse reddetmesi olmuştur. Fransa gibi etkili bir ülkenin itirazı para birliğinin bütün planını tehlikeye atabilmiştir.[113]

---

111 ibid, 2009.

112 ibid, 2009, s. 21.

113 T. Risse, To Euro or Not to Euro?, The EMU and Identity Politics in the European Union, European University Institute, European Journal of International Relations, Sage Publications, London, Thousand Oaks, CA and New Delhi, Volume 5(2), 147-187, 1999.

Bazı ekonomistler Euro'yu, düşük büyüme, yüksek işsizlik ve genel olarak Avrupa'daki ekonomik huzursuzluğun nedeni olarak görmüştür. Örneğin İtalya eski ekonomi bakanı Giulio Tremonti, Avrupa ekonomisini her problemle ilgili olarak suçlamıştır. Aynı zamanda AMB sıklıkla enflasyona odaklanarak, Avrupa'daki iyileşme ihtimalini ortadan kaldırmakla suçlanmıştır. Ama Euro, Avrupa ekonomileri için çok zorlu önlemler getirmiştir. Ne yazık ki, Avrupa'daki ekonomik problemlere yol açan yapısal düzenlemelerin yapılmaması başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Euro Avrupa entegrasyonunun temel taşlarından biri olarak bilinmiştir. Büyük ülkelerden birinin çıkışı, AB konsepti için büyük bir darbe olabilmektedir. Ayrıca bunun nasıl gerçekleştiğine bağlı olarak ciddi mali şoklara sebebiyet verebilmektedir. Mali entegrasyon, Avrupa'yı daha verimli ve rekabetçi hale getirmenin ve sürdürülebilir ekonomik büyümeye katkıda bulunmanın anahtar faktörlerinden biri olarak düşünülmüştür. AB'nin mali bütünleşmesi, son on yılda süregelen bir süreçtir.

Ortak bir para birimi, ülkeler arasında farklı pazarlarda tam entegrasyon olduğunda en avantajlı durum olarak görünmektedir. Euro'nun asimetrik şokların varlığı içinde bir sigorta mekanizması olarak işlev görmesi, ülkeler arasındaki finansal piyasaların bütünleşmesi için önemli olmaktadır. Finansal piyasalar tamamen entegre edildiğinde, asimetrik şokların etkisi, yatırımcıların bir ülkeden diğer ülkelerdeki finansal varlıklara yatırım yapması ve çeşitlendirilmiş yatırımcılar ve pazarlar için bir risk paylaşım mekanizması olması nedeniyle daha düşük şiddette olacaktır. Tamamen entegre olunmuş finansal piyasalara giden yolda, önemli bir engel ortadan kaldırılmıştır.

Bazı pazarlar neredeyse tamamen entegre olmuştur. Bunlara örnek olarak, bankalar arası piyasalar ve devlet tahvil piyasaları verilebilmektedir. Diğer pazarlar yavaşça bütünleşmiştir. Bunlara örnek ise, kurumsal tahvil piyasası, hisse senedi piyasaları ve bankacılık sektörüdür. Bu pazarlara entegrasyonun ana engelleri,

muhasebe ve vergi düzenlemeleri, kurumsal yönetim uygulamaları ve bankaların ulusal topraklar arasında farklı şekilde düzenlendiği gerçeği gibi yasal ve düzenleyici sistemlerin farklılıklarıdır.

Euro'yu oluşturmanın bir diğer amacı, uluslararası bir para birimi haline getirmektir. Euro rezervi şu anda merkez bankalarının yüzde 25'ten fazlasını oluşturmaktadır. Euro'nun uluslararası para birimi olması için, hisse senedi ve tahvil piyasalarının büyümesi gerekmiştir. Finansal büyüklük önemliydi. Çünkü Euro, finansal varlıkların likiditesini etkileyerek yatırım fırsatlarının çeşitliliği ve seçimi arttığında rekabet avantajı sağlayacaktır.[114]

Tek para biriminin piyasaya sunulmasından bu yana hem hisse senedi hem de tahvil piyasaları Euro Bölgesi piyasalarının entegrasyonunda genel bir artış olduğu gözlemlenmiştir. Aynı zamanda entegrasyonun çok gelişmiş olduğu dönemlerde bütün Euro Bölgesi devlet tahvil piyasaları için hisse senedi piyasaları geride kalmış gibi görülmüştür. Ayrıca Euro Bölgesi ile sınırlı büyük bir ilerleme kaydetmektedir. Küresel faktörlerin etkisini kontrol ederek, ortak bir "Çapraz Atlantik" bileşeninin kanıtı bulunmuştur. Çünkü büyük AB ülkeleri ve ABD arasındaki entegrasyon artmıştır. Bunun yerine, Japonya ve küçük AB ekonomileri, genellikle diğer ülkelerle çok az entegre olmaya devam etmiştir. Tahvil bonolarına baktığımızda, tekli para biriminin, hisse senedi piyasalarının aksine hem küçük hem de büyük Euro Bölgesi ekonomilerinde alternatif olarak artan entegrasyonu teşvik etmede önemli bir faktör olduğu görülmektedir. "Çapraz Atlantik" faktörlerinin varlığını gözlemlemeye devam ederken, Euro Bölgesi dışındaki ekonomiler için entegrasyonun ilerleyişi daha az belirgin olmaktadır. Euro'nun dönem başlangıcında ortalama ön ödemelerin az da olsa

[114] N. Handelshoykole, The Financial and Economic Situation in the Eurozone, Master Thesis, Bergen, Spring, 2012.

değiştiğini ve Euro döneminde ön ödemelerin değişkenliğini azalttığı görülmektedir.[115] Mali karışıklık para ve tahvil piyasalarının gelişinden önceki on yıl içinde, özellikle Euro Bölgesi'ndeki yüksek düzeyde entegrasyon göstermiştir. Örneğin, Avrupa devlet tahvil piyasalarının fiyatlarının yakınsaması, tek para biriminin ortaya çıkmasından beri önem taşımaktadır.[116] Kurumsal tahvil ve hisse senedi piyasaları, Avrupa ticaret sonrası altyapısının yetersiz uyumuna rağmen pozitif bir entegrasyon pateni göstermektedir. Son finansal kriz, özellikle para piyasalarında, devlet iç borçlanma senetleri piyasalarında ve hisse senedi piyasalarında çok sayıda entegrasyon göstergelerinin bozulması ile büyük etkisi olduğunu kanıtlamıştır.[117]

2016 ve 2017 yılının başında, özellikle jeopolitik gelişmeler, bazı Euro Bölgesi ülkelerindeki seçimler, İngiltere'deki referandumun AB üyeliğine ilişkin referandumun ardından başlayan ekonomik politika belirsizliğinden kaynaklanan ekonomik olmayan risklerin arttığı görülmüştür. Bu Euro'nun uluslararası sahada kullanımını etkilemiştir.

Grafik 3'den görüldüğü gibi Euro diğer göstergelerle kıyaslandığında düşüş gösterdiği görülmektedir. Bu, özellikle uluslararası kredilerin ödenmemiş tutarı, döviz cinsinden borç ihracı, döviz ciro ve Euro banknotlarının Euro Bölgesi dışındaki destinasyonlara (destination) gönderilmesi için geçerlidir. Aynı şekilde, Euro'nun seçkin uluslararası borçlanma senetleri içindeki payı, 2016 yılında azalmış ve küresel finansal krizin başlangıcından önce görülen seviyelerin oldukça altında kalmıştır. ABD doları borçlanma maliyetlerinin yüksekliği, Euro Bölgesi'ndeki uluslararası faiz oranlarının geçmişte düşük seviyelerde olmasına rağmen, uluslararası borç piyasalarında ABD doları borçlandığında Euro'yu fonlama para birimi olarak kullanımını caydırmaktadır.

---

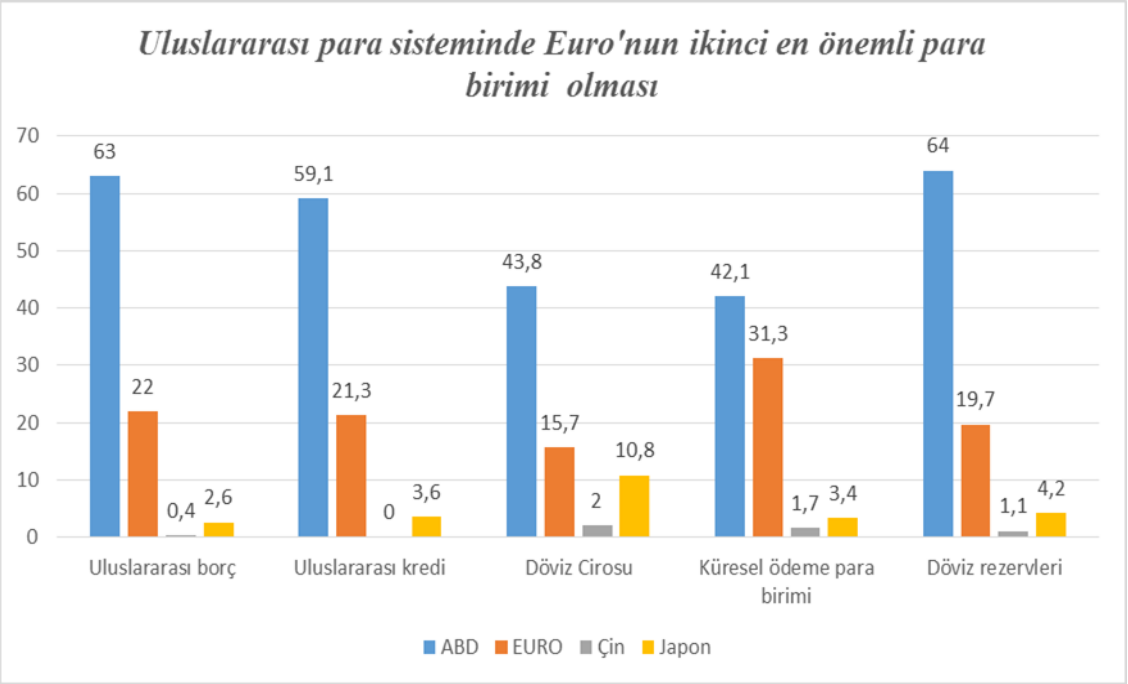
[115] European Cnetral Bank, The İmpact Of The Euro On Financial Markets, Working Papaer Series, no:598, 2006.

[116] S. Weber, European Financial Market Integration: A Closer Look At Government Bonds İn Eurozone Countries, German Institute for Economic Research Paper No. 864, July, 2009.

[117] European Commission, Commission Staff Working Document European Financial İntegration Report, Brussel, 2009, s. 4.

Uluslararası finansal güvenlik krizinden bu yana, gelişmekte olan ülkelerden döviz cinsinden borçlanmanın en önemli ihraççıları olan yükselen pazar ekonomilerine geçiş Euro'nun uluslararası borç güvenlik piyasalarındaki payındaki düşüşün bir diğer belirleyicisidir.

Grafik 3. 2016 yılına kadar uluslararası para sisteminde Euro'nun ikinci en önemli para birimi olması



Kaynak: *IMF, SWİFT ve AMB hesaplamaları (2016 yılına kadar).*

Finansal krizin finansal entegrasyon süreci üzerindeki etkisi homojen değildir. Son on yılda en yüksek entegrasyon derecesine sahip olan kesimler, krizden büyük ölçüde etkilenmiştir. Çoğu durumda 2007-2008 döneminde olumlu eğilimin keskin bir şekilde tersine döndüğü görülmüştür. Bu, özellikle teminatsız para piyasaları, devlet tahvil piyasaları ve hisse senedi piyasaları için geçerlidir. Bu aşamada, bu yeni eğilimlerin uzun vadeli piyasa segmentasyonunu artıran bir belirti olarak mı, yoksa iç piyasa aktörleri tarafından geçici sınırlamalara mı bağlandığını değerlendirmek için yeterli düzeyde kanıt bulunmamaktadır. 2008 yılının ikinci yarısında ve 2009 yılının başında bazı göstergelerin bankalar arası kredi piyasasında ve devlet tahvil

piyasalarında eğilimin tersine çevrilmesi ile teyit edilmiştir. Bununla birlikte, bu gelişmeleri net bir şekilde çözmek için daha fazla bilgi ve zamana ihtiyaç duyulmuştur.[118]

2.2.1.2. Euro Bölgesi'nde Enflasyon

Bazı Avrupa ülkeleri geçmişte çok yüksek enflasyona sahip olmuştur. 1980'lerin sonunda ve 1990'ların başında Euro Bölgesi enflasyonu istikrarlı bir şekilde gerilemiştir. Çünkü merkez bankaları fiyat istikrarını ana hedef olarak vurgulamaya başlamıştır.

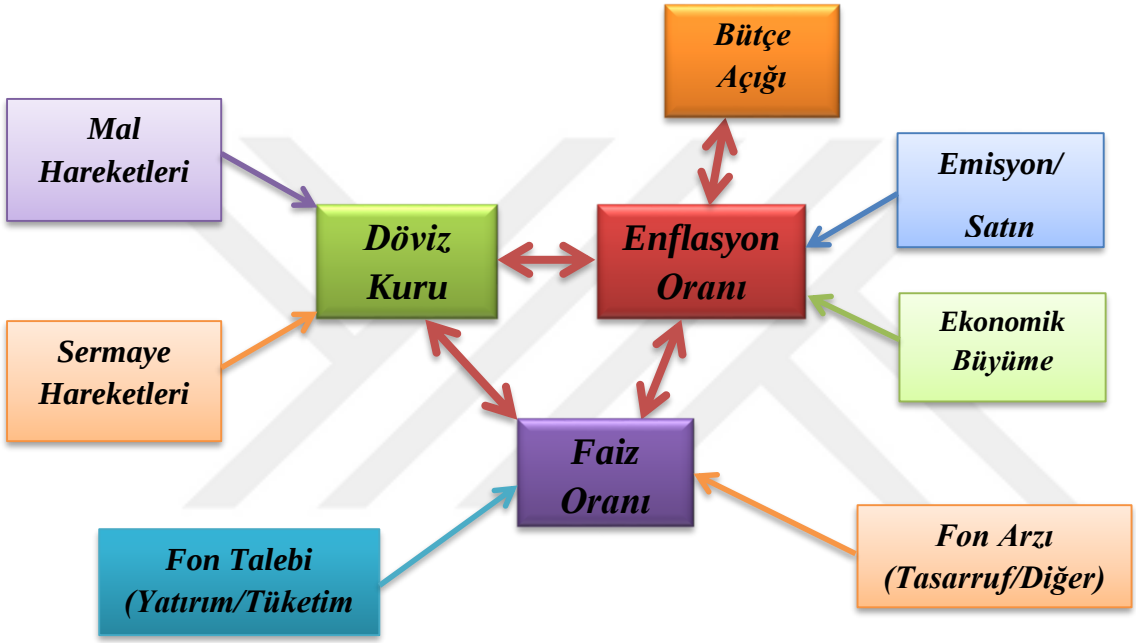
Dünyadaki tüm bankalar gibi AMB'nin da temel amacı, fiyat istikrarını sağlamak, korumak ve sürdürmektir. Bu yüzden fiyat istikrarının sağlanamaması durumunda enflasyon meydana gelmektedir. Bugüne kadar enflasyon çeşitli şekillerde tanımlanmıştır. Genel anlamıyla enflasyon, malların ve hizmetlerin genel fiyat düzeyinde sürekli bir artış olarak tanımlanmaktadır. Aynı zamanda yıllık yüzde değişimi olarak ölçülmektedir. Enflasyonun yükselmesi koşulunda malların fiyatları zamanla yükselmektedir. Herhangi para biriminin değeri, satın alma gücüyle ifade edilmektedir. Enflasyon yükseldiği zaman paranın alım gücünde düşüş gözükmektedir. Euro Bölgesi'ndeki tüketici fiyat enflasyonu HICP ile ölçülmektedir.

Ekonomik büyümenin sağlıklı bir şekilde gerçekleşmesi için mal ve hizmet piyasaları ile finansal piyasanın birbirleriyle uyumlu bir biçimde hareket etmesi gerekmektedir. Bu olay dengeli şekilde gerçekleştiği sürece üretimde istikrar sağlanmış olmaktadır. Tablo 6'da enflasyon, faiz oranları, döviz kuru ve bütçe açığı arasındaki ilişki gösterilmektedir. Dengenin düşük oranlarda tutulması makroekonomik

[118] ibid, 2009, s. 7.

performansı daha yüksek seviyeye ulaştırırken, yüksek seviyede olması ise, ekonomik büyümenin daha düşük kalmasına neden olmaktadır. Yani döviz kuru, enflasyon, faiz oranlarının ve bütçe açığının yüksek oranlarda bulunması, refah düzeylerinde azalmalara ve gelir dağılımında bozulmalara yol açabilmektedir. Enflasyon, faiz oranları ve döviz kuru birbiri ile de karşılıklı etkileşim içinde bulunmaktadır. Yani, ekonominin iç dengesi ile dış dengesi arasında nispi denge ilişkisi bulunmaktadır.[119]

Tablo 6. Enflasyona Etki Eden Faktörler



Kaynak: *Sever, Erşan, Mızrak, Zekeriya, "Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Oranları Arasındaki İlişkiler: Türkiye Uygulaması", SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi, Cilt 7, sayı 13, s. 264-283, 2007.*

Belirli bir dönemde, bütçe giderlerinin gelirlerinden fazla olduğu durumda bütçe açığı oluşmaktadır. Enflasyon bütçe açıklarına neden olmaktadır. Aynı zamanda, bütçe açıkları da enflasyonu olumsuz şekilde etkilemektedir. Enflasyonist ortamda vergi gelirlerinin reel değerinin azalması bütçe açıklarının artmasına sebep olmaktadır. Artan bütçe açıklarının finansmanında merkez bankalarının emisyon yoluyla para arzını

[119] E. Sever; Zekeriya Mızrak, Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Oranları Arasındaki İlişkiler: Türkiye Uygulaması, SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi, c. 7, s. 13, 2007.

artırması da enflasyon oranının artmasına neden olmaktadır. Yani her iki değişken karşılıklı olarak birbirini etkilemektedir.[120]

Döviz kuru hareketleri Euro Bölgesi'nde enflasyonu etkileyen faktörlerden biri olmaktadır. Döviz kuru, Euro Bölgesi enflasyonunu hem doğrudan ithal nihai tüketim mallarının fiyatı üzerinden, hem de Euro Bölgesi yerli üretiminde kullanılan ithal ara malıyla dolaylı olarak etkileyebilmektedir. Ampirik çalışmalar, döviz kurlarının, ithalat fiyatları üzerinde nihai tüketici fiyatlarından daha güçlü ve daha hızlı bir etkiye sahip olduğunu göstermiştir. Ayrıca, döviz kuru etkilerinin büyüklüğü ve hızı ürün kategorileri arasında farklılık göstermektedir. Makroekonomik ortam, firma seviyesinde fiyatlama kararlarını etkileyen faktörler ve döviz kuru hareketlerini tetikleyen şoklar, döviz kurunun enflasyon üzerindeki etkilerini belirlemektedir. Zaman içinde, döviz kuru geçiş oranının Euro Bölgesi`nde ve diğer gelişmiş ekonomilerde düşüş gösterdiği kaydedilmiştir. Bu düşüş, son yirmi yılda birçok ekonomide hüküm süren düşük enflasyon ortamı ve değişen ithalat bileşimi gibi çeşitli faktörlere bağlanabilmektedir.[121]

Enflasyon parasal olgu olarak bilinmektedir. Guvernörler Konseyi, Eurosistem'in stratejisinde paranın verilmesinin önemli olduğunu kabul etmiştir.. Para, fiyat istikrarının korunmasını amaçlayan para politikası için güvenilir bir "nominal çapa" oluşturmaktadır. Parasal büyümenin niceliksel referans değerinin iki özelliği vurgulanmıştır:

- Birincisi, referans değer fiyat istikrarının sağlanmasına hizmet edecek şekilde belirlenmiştir. Referans değerin orta vadede fiyat istikrarının korunması için para Euro Bölgesi fiyat seviyesiyle istikrarlı ilişkiye sahip olmalıdır. Bu ilişkinin belirli bir parasal toplamın fiyat seviyesine ve reel gelir ve faiz oranları gibi

[120] Z. Abdioğlu, H. Terzi, Enflasyon ve Bütçe Açıkları İlişkisi: Tanzi ve Patinkin Etkisi, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, c. 23, s. 2, 2009.

[121] European Central Bank, Exchange rate pass-through in the Euro Area, Working Paper Series, no:2003, 2017.

diğer makroekonomik değişkenlere bağlı olduğu bir para talebi fonksiyonu bağlamında değerlendirilmektedir.

- İkincisi ise, parasal büyümenin referans değerden önemli ölçüde sapması, normal koşullar altında orta vadede fiyat istikrarına ilişkin riskleri işaret etmektedir. Hem para ile fiyat seviyesi arasında istikrarlı bir ilişki bulunduğunu, hem de parasal büyümenin fiyat düzeyindeki gelişmelerin önde gelen bir göstergesi olmasını gerektirmektedir.[122]

Bildiğimiz gibi, 1999 yılından bu yana, AMB, Euro Bölgesi'nde para politikasının oluşturulmasından sorumlu olmuştur. AB'nin İşleyişi Hakkında Antlaşma (TFEU) tarafından belirtildiği üzere, AMB'nin görev süresi "fiyat istikrarını sağlamak"tır. Birincil hedefe halel getirmeksizin, AMB, birlikteki genel ekonomik politikaları da desteklemektedir. Bu 'ikincil' hedefler, antlaşmanın 3. Maddesinde belirtilen dengeli ekonomik büyüme ve tam istihdamın sağlanmasıdır.

Antlaşmada fiyat istikrarının, para politikasının Euro Bölgesi'ndeki ekonomik refah için yapabileceği en önemli katkı olduğu açıkça ortaya koyulmaktadır. Fiyat istikrarını koruyarak, AMB, olumlu bir ekonomik kalkınma ve yüksek istihdam şartı yaratmaktadır. Fiyat istikrarına odaklanan temel ekonomik düşünce, iki akıl yürütme çizgisine bağlıdır:

- Birincisi, ekonominin büyüme potansiyelini arttırmak için merkez bankasından başka ekonomik aktörlerin işlevi.
- İkincisi, para politikasının uzun vadede gerçek bir etkisi olmadığından, AMB'nin birincil hedefi olarak gerçek gelir veya istihdam yaratmak.[123]

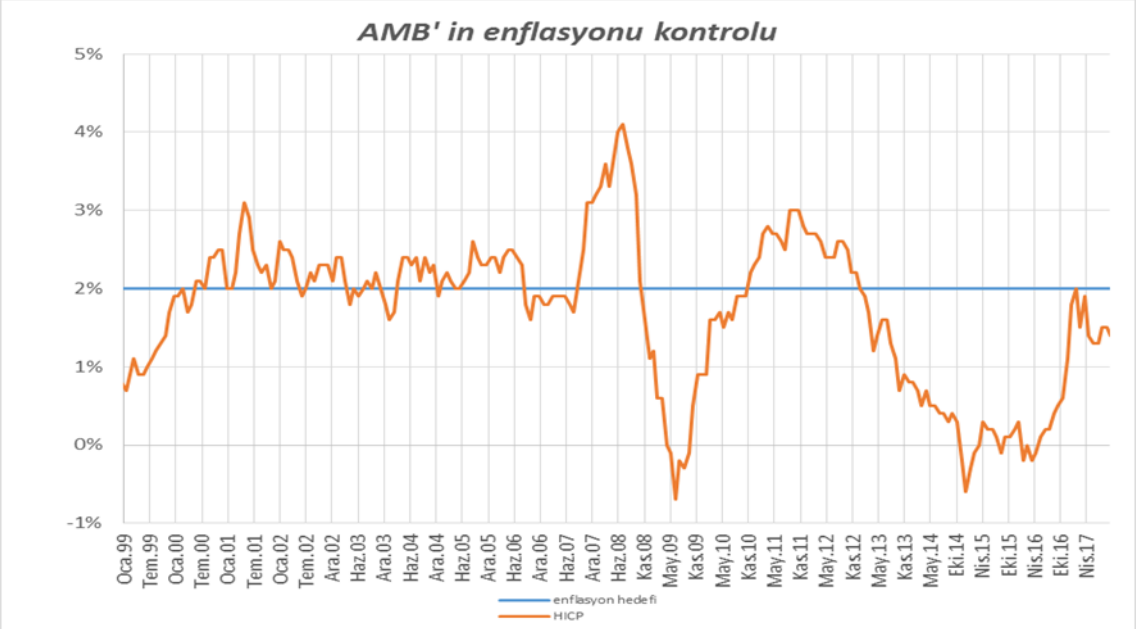
---

122 European Central Bank, Monthly Bulletin, January, 1999.

123 H.K. Scheller, 2004, s. 19.

Grafik 4'de Euro Bölgesi'ndeki enflasyon oranları gösterilmektedir. Euro Bölgesi'ndeki enflasyonun bu durumu, sadece Avrupa'daki olaylar tarafından meydana gelmemiştir. Enflasyon farklılığının yüzde 70'inden fazlasının iki faktörden kaynaklandığı gösterilmektedir. Birincisi, pek çok merkez bankası, 1990'lı yıllardan beri, yüzde 2'ye yakın bir açık ya da enflasyon hedefi benimsemiştir. İkincisi, küresel güçler yurtiçi enflasyonu etkilemiştir. Örneğin, petrol fiyatları küresel enflasyonun önemli bir unsurudur.[124]

Grafik 4. 1999-2017 yılları arasında AMB' in enflasyon oranları



Kaynak: *Eurostat verilerinden yazar tarafından oluşturulmuştur.*

1999 yılından Euro'nun başlangıcından 2007 yılına kadar enflasyon yüzde 2 hedefine yakın gösterilmiştir. 2007 yılının sonundan 2012 yılına kadar, enflasyon o dönemlerde yaşanan krizden dolayı önceki dönemlere nispeten önemli ölçüde sapmaktadır. 2006-2007 yıllarında düşük ve istikrarlı enflasyon izlenmiştir. Buna rağmen hedef oranı yeniden yükselmeye başlamıştır. Bunun nedeni ise, ekonomide çıktıdaki artışın ve artan istihdamın yaratılması sonucu olarak belirtilmektedir. Hedef

[124] M. Ciccarelli; B. Mojon, Global Inflation. The Review of Economics and Statistics, 92(3), Austos, 2010.

oranının yükseltilmiş olmasına rağmen, enflasyon 2007'nin ortasından büyük ölçüde hedefin üzerine çıkmıştır.[125] 2003 ve 2008 arasında petrol fiyatları (ve diğer emtia fiyatları) bir dizi olumlu şoktan (Brent petrol fiyatları iki katına çıkmıştır) doğal olarak etkilenmiştir. 2008 ortalarında, yani finansal kriz dönemlerinde enflasyon dünya ekonomisini şaşırtacak kadar büyümüştür. Euro Bölgesi enflasyonunda sürekli yukarı yönlü baskı oluşturulmuştur. Varlık kabarcıklarının düşmesiyle birlikte ilerleyen yıllarda hedef oranı ve enflasyon düşmüştür. 2010 yılında, petrol fiyatları kriz öncesi seviyelerine dönmüştür. Petrol fiyatları 2014'ten itibaren çok düşük seviyelere indiğinden enflasyon da düşmüştür. Euro Bölgesi'ndeki enflasyon, 2013 yılının başından bu yana istikrarlı bir şekilde düşmüş hatta 2014 sonunda ve 2016'da negatifleşmiştir. 2012 ve 2017 yılları arasında, Euro Bölgesi'ndeki enflasyon beklenenden daha düşüktür. Düşüşün bir kısmı petrol fiyatlarına bağlı olsa da toplam talep zayıflığı da önemli bir rol oynamıştır.

Küresel krizden sonra Euro Bölgesi'nde enflasyon oranı yüksek olarak hedeflenmiştir. Ama buna bakılmamış hedef oranı düşük kalmaya devam etmiştir. Hedef oranının düşük kalmasına neden olan faktörler mali dengesizlikler, iktisadi aktivitenin yavaş toparlanması, borç ve kredi koşulları ve işsizlik olarak tespit edilmiştir.

Göründüğü gibi AMB para politikasının temel amacı olan fiyat istikrarını gerekli şekilde yönetmiştir. Aynı zamanda Avrupa Komisyonun gözünde para politikasının bu düzeyde olması önemli bir başarı olarak değerlendirilmiştir.

[125] European Central Bank, Monthly Bulletin, July, 2007, s. 43.

2.2.1.3. Euro Bölgesi'nde Enflasyon Farklılıkları

Euro'nun piyasaya sürülmesinde, Euro Bölgesi ülkeleri arasındaki enflasyon farklılıkları, halen Avrupa ekonomik tartışmalarında belirgin olmuştur. Enflasyon farklılıkları, menşeleri ve gelişimi para birlikleri için çok önemliydi. EPB kurulana kadar olan enflasyon farklılıklarının Euro Bölgesi'nde belirgin bir biçimde gerilemekte olduğu görülmektedir. Bu farklılıkların altında yatan sebeplerin belirlenmesi kolay bir iş değildir. Çünkü Euro Bölgesi gibi büyük bir para birliğinde, gözlenen enflasyon farklılıklarına birçok faktör katkıda bulunmaktadır. Üç faktör şu şekilde sıralanabilir:[126]

1. Yakınsama süreci ile ilgili geçici faktörler. Bu faktörler yakın gelecekte Euro Bölgesi'ndeki enflasyon oranlarının dağılımına katkıda bulunmuş ve katkıda bulunmaya devam etmektedir.

2. Ulusal ekonomik yapılarla ilgili kalıcı faktörler,

3. Euro Bölgesi'nin genel politikalarına farklı bölgesel yanıtlara ilişkin politika kaynaklı faktörler.

Birincisi, ülkeler arasındaki nominal ve reel faiz oranlarının daha önce düşük enflasyonlu ülkelerde gözlemlenen düzeylere yakınsaması Euro Bölgesi'nin yüksek sermaye piyasası ile birlikte yüksek faizli ülkelerdeki toplam talebin hızla artmasına katkıda bulunmaktır.[127]

İkincisi, 1990'ların ilk yarısında Tek Pazar Programının uygulanması ve 1999'da Euro'nun piyasaya sürülmesidir. Her ikisi de özellikle ticarete konu olan mallar için fiyat seviyesindeki dağılımda belirgin bir düşüşe katkıda bulunmuştur. Bu da

[126] R. Fendel; M. Frenkel, Inflation differentials in the Euro area: did the ECB care?, 2009, s. 5.

[127] European Central Bank, Monetary Policy and Inflation Differentials in a Heterogeneous Currency Area, Monthly Bulletin, 2005, s. 67.

Euro'nun ilk yıllarında gözlenen bazı enflasyon farklılıklarının meydana gelmesine sebep olmuştur.[128]

Üçüncü olarak piyasa entegrasyonu ve artan sınır ötesi fiyat şeffaflığı, işlem gören malların fiyatında yakınsamaya yol açarken, tüketici fiyatları enflasyonunun büyük bir kısmı, ülkeler arasında işlem görmeyen mal ve hizmetlerin fiyatlarından kaynaklanmaktadır. Balassa – Samuelsin etkisi, Euro Bölgesi'ndeki kalıcı enflasyon farkları ile ilgili olarak sıklıkla tartışılmıştır. Balassa-Samuelson hipotezinin merkezinde, ticarete konu olan ve ticarete konu olmayan malların sektörlerinde verimlilik artışında farklılıklar bulunmaktadır. EPB'deki enflasyon dağılımına katkıda bulunmuştur. EPB üye ülkelerinde ticarete konu mal fiyatlarında benzerlik olsa dahi, verimlilik farkları ticaret dışı mal fiyatlarındaki farklılıkların bir sonucu olmaktadır. Bununla birlikte, verimlilik yakınsaması EPB'de önemli olduğundan mevcut üye ülkeler için Balassa-Samuelson etkisinin büyüklüğü zamanla azalmakta ve yakın tarihli hesaplamalar, büyüklüğünün oldukça az olduğunu ortaya koymaktadır.[129]

Enflasyon farklılıkları Euro Bölgesi'ndeki para politikası üzerinde etki göstermektedir. Yüksek enflasyon farklılığı ile birlikte, AMB genel enflasyon açıklığına daha isteksizdir. Bu yüzden, AMB genel enflasyonla mücadelede çok zorlu bir duruş sergilemiştir. Çünkü kıyaslayıcı para politikasının düşük enflasyonlu ülkelerde kolaylıkla deflasyona yol açabileceğinden korkmaktadır.[130]

Nominal döviz kuru düzeltme olasılığı ve düşük emek hareketliliği varlığında, enflasyon farklılıkları para birliğinde makroekonomik bir düzeltme mekanizması olarak önemli rol oynamaktadır. Örneğin, rekabet edebilirlik sorunu yaşayan ülkeler

[128] R. Fendel; M. Frenkel, 2009, s. 6.

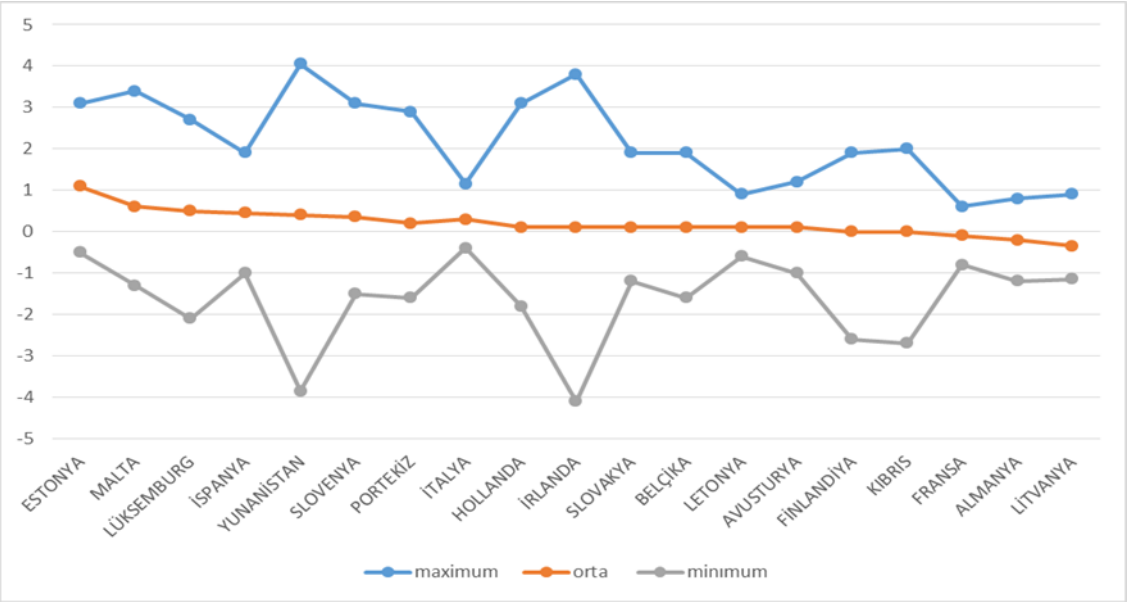
[129] European Central Bank, Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications, Frankfurt am Main, 2003, s. 25.

[130] R. Fendel; M. Frenkel, 2009, s. 8.

konumlarını iyileştirmek için daha düşük fiyat artışlarına ihtiyaç duymaktadır. Bu açıdan bakıldığında, enflasyon farklılıkları kaçınılmazdır.[131]

Grafik 5'de Euro Bölgesi'ndeki her ülke için, 1999-2016 döneminde enflasyon oranının Euro Bölgesi'ndeki enflasyon ile orantılı olduğu ölçüde göstermektedir.

Grafik 5. 1999-2016 yılları arasında Euro Bölgesi ülkelerinde enflasyon farklılıkları



Kaynak: *De Nederlandsche Bank N.V, "Inflation in the Euro Area and why it matters", Occasional Studies 14-3, 2016.*

Euro Bölgesi'ndeki enflasyon farklılıkları oldukça kalıcı olmaktadır. EPB'deki enflasyon farklılıklarının boyutunu ve dinamiklerini beş kategoride ele alan birtakım faktörlerle açıklamak mümkündür;

1. Yakınsama,
2. İş çevrimi farklılıkları,

[131] European Central Bank, Monetary Policy and Inflation Differentials in a Heterogeneous Currency Area. Monthly Bulletin, 2005.

3. Asimetrik arz-talep şokları ve ortak şoklara uygulanan asimetrik düzeltme mekanizmaları,
4. Yerli ürün ve emek piyasalarının özellikleri,
5. Ücret ve fiyat katılıkları.

Bu açıklamalar karşılıklı olarak münhasır değildir. Örneğin, asimetrik şoklar enflasyon farklılıklarına değil, aynı zamanda iş çevrimi senkronizasyonundaki farklılıklara da neden olabilmektedir. Aynı şekilde şokların enflasyon farklarına etkisi, ücret ve fiyat katılıklarına bağlı olmaktadır.

Birincisi, para birliği ülkelerindeki enflasyon oranları, farklı fiyat seviyelerinden gelen bir "yakalama" mekanizması yüzünden başlangıçta farklı olabilmektedir. Fiyat seviyeleri para birliği oluşturan ülkeler arasında farklılaşırsa, fiyat düzeyi yakınsaması geçici enflasyon farklılıkları oluşturacaktır. Ortak bir para biriminin benimsenmesi ile ilişkili olarak artan piyasa entegrasyonu ve fiyat şeffaflığı, bir fiyatın yasalarından sapmaların kapsamını azaltmaktadır. İkincisi, Euro Bölgesi ülkelerindeki iş çevrimi farklılıkları enflasyon farklılıklarına katkıda bulunabilmektedir. Çıktı üreterek trendin üzerinde olan ülkeler, enflasyon üzerinde yukarı yönlü baskı yapmaya eğilimli iken, eğilimin altında olan ülkelerde enflasyon üzerinde düşüş baskısı yaşanacaktır. Üçüncüsü, Euro Bölgesi'ndeki enflasyon farklılıklarının devam etmesinin önemli bir nedeni, sürekli olarak tekrarlanan asimetrik arz ve talep şoklarına verilen fiyat reaksiyonlarıdır. Fiyatların ülkeler arasında nispeten dalgalanması gerekmektedir. Örneğin, asimetrik üretkenlik şoklarına tepki olarak, ülkelerin tüketim sepetleri aynı olmadığında, para birliğinde bu dalgalanmalar mutlaka enflasyon farklılıklarına yansımaktadır. Aynı şekilde, farklı ulusal mali politika şokları enflasyon farklarını yaratabilmekte veya güçlendirebilmektedir. Ayrıca şoklara iletim mekanizmalarındaki farklılıklar, enflasyon farklılıklarına yol açabilmektedir. Nominal sağlamlıktaki

farklılıklardan (aşağıya bakınız) veya uzmanlaşma modelindeki farklılıklardan dolayı, diğer şoklardan etkilenen ülkeler daha farklı şekillerde etkilenebilmektedir. Örneğin, ülkeler arasında enerji yoğunluğundaki farklılıklar, bir petrol fiyat şokundan farklı şekilde etkileneceğini göstermektedir. Bir diğerine göre, piyasa yapılarındaki farklılıklardan dolayı ortak şoklara farklı şekilde tepki gösterebilmektedirler. Enflasyon farklılıklarına yol açabilecek en son faktörler şunlardır: Yerli ürün, emek ve diğer faktör piyasalarının özellikleri ve nominal ücret ve fiyat katılıkları. Bu faktörlerin önemi genellikle ekonomik şoklarla bağlantılı olarak incelenmektedir.[132]

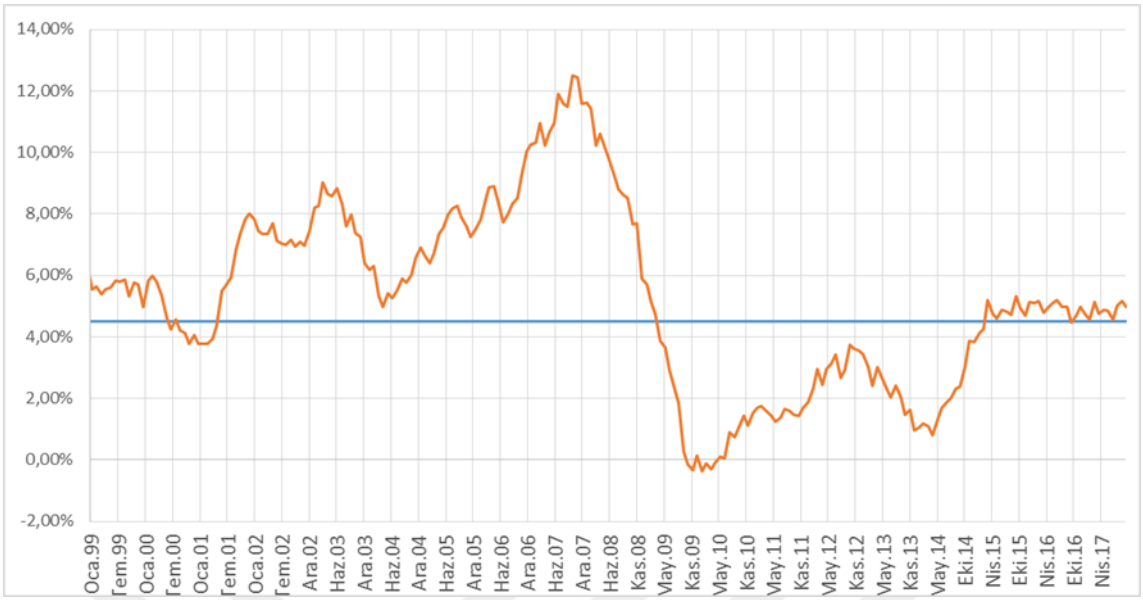
2.2.1.4. Euro Bölgesi'ndeki Para ve Maliye Politikasının Bir Bütün Olarak Yönetilmesi

Euro Bölgesi oluşturulurken, Alman merkez bankacılığına uyması kararlaştırılmıştır. Pratik olarak bu para politikasının birincil hedefi önceki bölümlerde de belirttiğimiz gibi, fiyat istikrarının sağlanmasıydı. Fiyatlardaki artışın para arzındaki büyümeye yansıdığına, bunun sonucunda para arzının izlendiğine ve 2003 yılına kadar parasal kararlarda belirgin olduğuna inanılmıştır.

Para arzı, enflasyonun nihai hedefine ulaşmak için, yüzde 2'ye yakın enflasyon oranı hedeflemiştir. AMB yıllık yüzde 4,5'lik bir para arzı artışının, fiyat düzeyinde yüzde 2'lik bir artış sağlanmasını öngörmüştür.[133] Aşağıda gösterilen grafik, hedef faiz oranı ve para arzındaki büyüme hedefinde meydana gelen yüzde 4,5'lik değişikliğe ilişkin olarak para arzındaki büyümeyi göstermektedir.

[132] De Nederlandsche Bank N.V, İnflation in the Euro Area and why it matters, Occasional Studies, 2016.
[133] European Central Bank, Monthly Bulletin, July, 2007.

Grafik 6. Euro Bölgesinde 1999-2017 yılları arasında Para Arzı



Kaynak: *Eurostat verilerinden yazar tarafından oluşturulmuştur.*

Grafik 6'dan görüldüğü gibi, 1999-2000 yılları arasında para arzındaki artış öngörülen hedefe oranla yüksek olmuştur. Hedef oranı arttıkça para daha pahalı hale gelmiştir. Sonuç olarak para talebi düşmekte ve para arzındaki büyüme giderek yavaşlamaktadır. 2001'de DOTCOM patlaması sonrasında, hedef fiyatın düşmekte olduğu ve daha sonra durgunluk döneminde ekonomiyi canlandırmak için para arzının artmakta olduğu görülmektedir. Grafikten de görüldüğü gibi, 2000'li yılların ortalarında faiz oranı düşük düzeydeydi. Bu düşük faiz oranı 2005 yılından itibaren para arzında büyümenin artmasına neden olmuştur.[134] Şunu da belirtelim ki; para arzındaki artış, gelecekteki enflasyonun artmasına neden olarak görülmüştür. Aynı zamanda para arzında yüksek artış hedef oranını da artırmıştır. Üstelik bu yüksek artış, hedef faiz oranındaki sürekli artışa rağmen devam etmiştir. Her ikisi de 2007-2008 yıllarında zirveye ulaşmıştır. Finansal krizden sonra para arzındaki faiz oranı ve büyüme düşmüştür. Aynı zamanda 2009-2010 yıllarında düşüş olduğu görülmüştür. Bunun nedeni dikey bir getiri eğrisinin aşağı yönlü etkisinden kaynaklanmaktadır.[135] Para

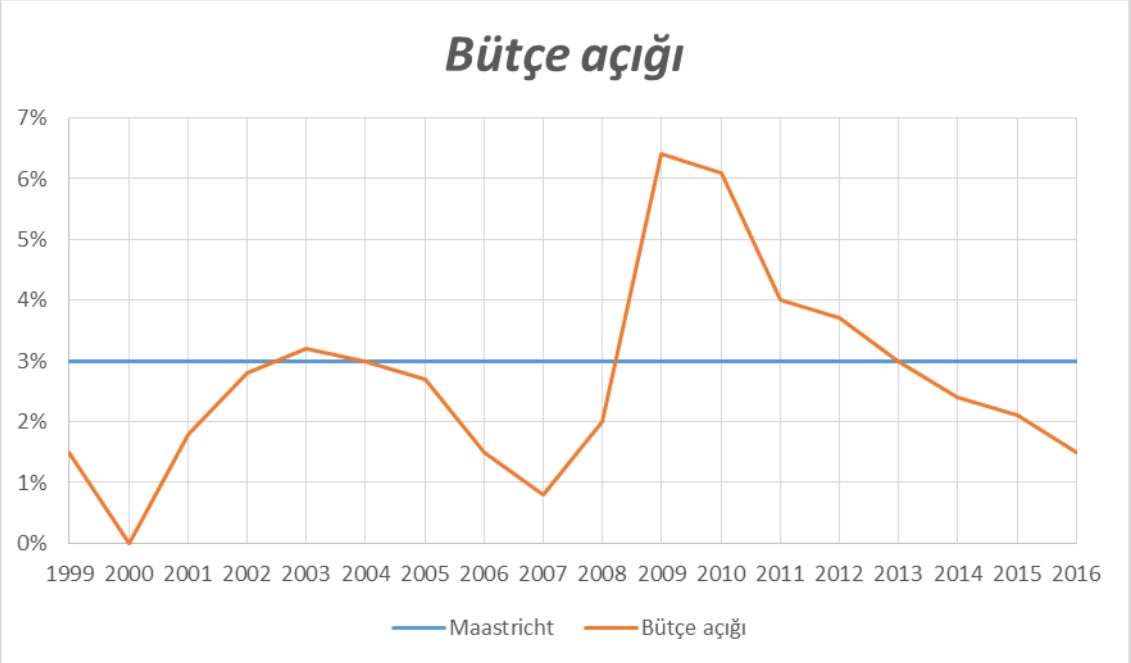
[134] European Central Bank, Annual Report, 2006.
[135] European Central Bank, Monthly Bulletin, 2010.

arzının büyümesindeki artışın gözlemleri bankalara yönelik baskıları azaltmanın bir sonucu olarak ortaya çıkmış ve ani düşüş riski azaltmıştır.[136]

Önceki bölümlerden de bildiğimiz gibi, Maastricht Antlaşmasında EPB'ye katılma kriterleri belirtilmiştir. Kriterler arasında bütçe ile ilgili iki durum belirtilmiştir. Bunlardan biri, devlet borcunun GSYİH'nin yüzde 60'dan düşük tutulması, diğeri ise hükumet bütçe açığının, GSYİH'nin yüzde 3'ü aşmamasıdır. İstikrar ve Büyüme Anlaşması, üye ülkelerin sendika üyesi olduktan sonra bile bu kriterleri takip etmelerini sağlamaya çalışmıştır.

Aşağıdaki grafik 7'de Euro Bölgesi genelinde GSYİH' in yüzdesi olarak bütçe açığının gelişimi gösterilmektedir.

Grafik 7. Maastricht Anlaşması ile ilişkili olarak Euro Bölgesi ülkelerinde yüzde GSYİH cinsinden Devlet Bütçe Açığı



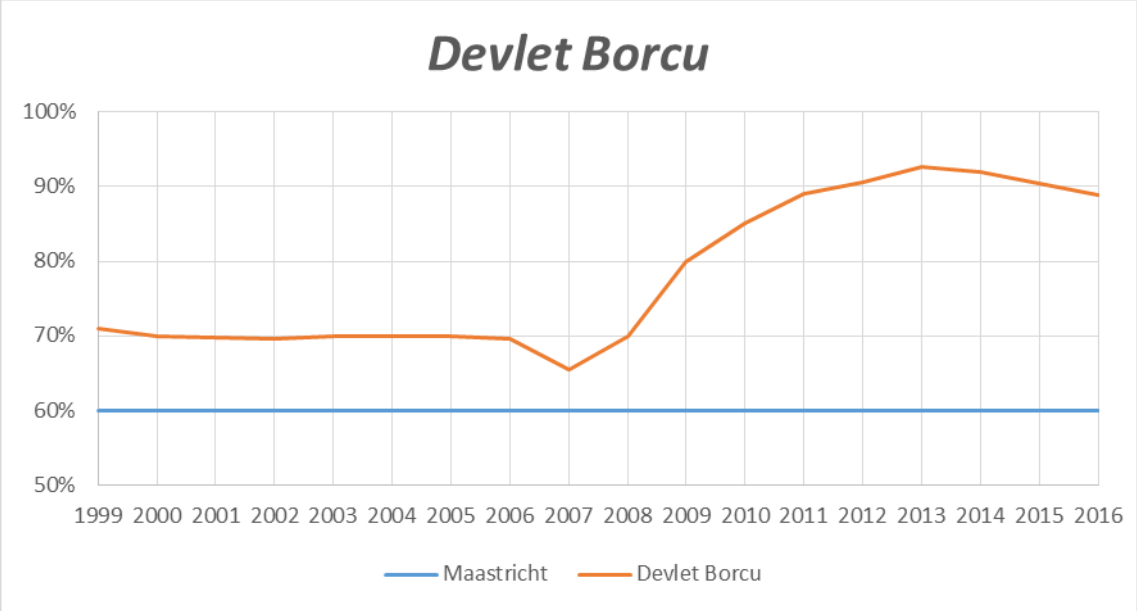
Kaynak: *Eurostat*

[136] European Central Bank, Monthly Bulletin, 2012.

Grafik 7'den görüldüğü gibi, 2008'deki mali krize kadar (2003 yılındaki sınırı aştığı zaman hariç), bir bütün olarak Euro Bölgesi, belirlenmiş kritik sınırın altında kalmıştır. Finansal krizden sonra ise, bütçe açığı GSYİH'nin yüzde 3'ün üzerinde olduğu gösterilmiştir. 2009 yılında bu değerin zirveye, yani yüzde 6,5'e kadar ulaştığı görülmüştür. Daha sonra 2011 yılından sonra bütçe açığının düştüğü görülmüştür. Grafikten de görüldüğü gibi, bütçe açığı 2012 yılında yüzde 3,7, 2013 yılında yüzde 3, 2015 yılında yüzde 2,1 ve 2016 yılında yüzde 1,5'e kadar düşmüştür.

Grafik 8, Euro Bölgesi için hükumet borcunun GSYİH' in yüzdesi ve Maastricht Antlaşmasının hükumet borç limiti olan yüzde 60'lık bir düzeyde borçlanma gelişimini göstermektedir.

Grafik 8. Maastricht Anlaşması ile ilişkili olarak Euro Bölgesi ülkelerinde yüzde GSYİH cinsinden Devlet Borcu



Kaynak: *Eurostat.*

Görüldüğü gibi hükumet borç seviyesi, tüm dönem boyunca GSYİH limitinin yüzde 60'ı aşmaktadır. 1999-2008 yılları arasında borç seviyesi yüzde 70'e yaklaşmıştır. Ama çoğunlukla bu değer yüzde 70'in altında kalmıştır. Akabinde, 2008

yılından sonra hükumet borç seviyesi yükselerek 2011 yılında yüzde 90'a yaklaşmıştır. Buradan da görüldüğü gibi, hükumet borç seviyesi üç yıl içinde yüzde 20'lik bir artış sağlamıştır. Bunun nedeni bütçe açığının ve borçlanma maliyetinin artması (nominal ve reel faiz oranlarının artırılması) ve enflasyonun düşmesidir. Grafik 8'den de görüldüğü gibi, hükumet borçlarının 2013 yılında en yüksek değerinin yüzde 92,6 olduğu görülmektedir. Daha sonra bu göstericinin 2016 yılında biraz düşerek yüzde 88,9 olduğu görülmektedir.

Borçtaki böyle bir artış Euro Bölgesi için çok pahalı bir hale gelmektedir. Bazı üye ülkeler finansal krizden kaynaklanan bütçe açığını finanse etmek için borçlarını artırmaktadırlar. Aynı zamanda da artan borç seviyesi ile ülkenin kredi değerliliği düşmektedir. Euro Bölgesi üyeleri, yüksek borç ve varsayılan risk altında olan ülkelerin iflas etmemesi için, kurtarma masraflarını karşılamaya katkıda bulunmalıdır.

AMB'nin başarısı, enflasyonu hedefe yakın tutmak anlamına gelmektedir. AMB para politikasını başarıyla yönetmektedir. Euro Bölgesi istikrarlı ve nispeten düşük, ancak hedefin üzerinde enflasyona sahiptir. 2008 krizinden önce ve sonra, Euro Bölgesi'nin toplam bütçe açığı yüzde 3'ün altındadır. Bununla birlikte, toplam hükumet borç seviyesi yüzde 60'lık borçlanma oranı kriterini hiçbir zaman karşılamamıştır. Mali istikrara karşı fiyat istikrarına baktığımızda, AMB fiyat istikrarını Euro Bölgesi'nin para politikası için ana hedef seçmiştir. Çünkü fiyat istikrarının finansal istikrara yol açtığı düşünülmüştür.[137]

[137] C. Blot, 2004, s. 2.

2.3. AMB'nin Uyguladığı Para Politikasının Euro Bölgesi Dışındaki Ülkelere Etkisi ve Yayılması

Euro para birimi olarak kabul edildiğinde, AB üye ülkelerinin 19'u EPB kriterlerini uygulayarak Euro Bölgesi'nin üyesi olmuştur. Diğer AB ülkelerinin bazıları EPB kriterlerini uygulamadıklarından dolayı, bazıları ise özel nedenlerden dolayı Euro kullanmayı kabul etmeyerek, Euro Bölgesi üyesi olmamıştır. Euro Bölgesi dışındaki ülke, AB'ye tam üye olan, ancak Euro Bölgesi dışında kalan ve bu nedenle Euro'yu kabul etmeyen bir ülke olarak kabul edilmektedir.[138] Bugün halen, ulusal para birimlerini kullanan AB'ye üye olmayan dokuz ülke bulunmaktadır. Ülkeler şunlardır: Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Danimarka, Macaristan, Polonya, Romanya, İsveç, İngiltere. Bu ülkelerin Euro'yu benimsememesinin kendi açılarından farklı nedenleri bulunmaktadır.

Euro Bölgesi dışındaki AB üye ülkelerinin Eurosistem ve UMB, AMB Genel Konseyi bağlamında yakın iş birliği yapmaktadır. Euro Bölgesi dışındaki tüm AB üye devletlerinde de para politikasının temel amacı fiyat istikrarıdır. Bununla birlikte, para politikası stratejileri ülkeden ülkeye farklılık göstermeyi sürdürmektedir.[139]

Euro Bölgesi'nin düzenlemesinin, Euro kullanmayan üye ülkeleri etkileyeceği yönünde endişeler bulunmaktadır. Aynı zamanda bu endişelerin varlığı, birçok kez Avrupa Konseyi tarafından kabul edilmiştir. Daha derin ekonomik ve parasal birliğe doğru sürecin, "tek para birimini kullanmayan üye devletlere karşı şeffaflık ve tek pazarın bütünlüğüne saygı gösterilmesi" ile karakterize edilmesi gerektiği vurgulanmaktadır. Bu nedenle, tek gözetim mekanizmasına katılan üye devletler için

---

[138] J. A. Fischer; V. Hahn, Determinants of trust in the European Central Bank, The Economic Research Institute, 2008.

[139] European Central Bank, Annual Report, 2003.

düzgün ekonomik alanın sağlanması gerekmektedir. Avrupa Bankacılık Otoritesi (ABO) tarafından ayrım gözetmeden ve etkili olmasını sağlamak için kullanılan oy kullanma usullerinin değiştirilmesini gerektirebilmektedir.[140]

Aşağıdaki grafik 9'da Euro Bölgesi dışındaki AB ülkelerinin ve Euro Bölgesi ülkelerinin enflasyonları karşılaştırılmaktadır. Grafikten de görüldüğü gibi 2002 yılında Danimarka'da sıkışık iş gücü piyasasının ve yüksek enerji fiyatlarına karşın, HICP enflasyonu yüzde 2,4 olarak kalmıştır. Ortalama yıllık HICP enflasyonu, özellikle eğitim ve diğer hizmetlerin fiyatlarındaki artışa bağlı olarak gerçekleşmektedir. 2003 yılında yıllık enflasyon yüzde 2,0 seviyesine gerilemiştir. Bu gelişmenin nedeni dolaylı vergilerin düşürülmesine (alkol, tütün ve alkolsüz içecekler için tüketim vergisinde azalma) ve doların değer kaybından kaynaklanan düşük enerji fiyatlarına bağlıydı. Enflasyondaki düşüş, sigorta ve iletişimde fiyat düşüşleriyle de desteklenmiştir. 2003 yılında ülkede birim işgücü maliyetleri biraz artmıştır. Çünkü ücret artışlarına biraz daha düşük verimlilik artışı eşlik etmiştir. [141]

İsveç'te, enflasyon oranları 2002 yılında yüzde 2'ye yakın bir değeri göstermiştir. Bunun nedeni 2001 yılında fiyat artışları ve azalan maliyet baskıları ile ilişkili baz etkileri olmuştur. 2003 yılının ilk dönemlerindeki enflasyon değerinin yüzde 3'ün üzerine çıkması, hidroelektrik enerji ve artan petrol fiyatlarının üretiminde düşük su kaynaklarından kaynaklanan enerji fiyatlarındaki artışları yansıtmaktadır. Bu fiyat atışları geçici olduğu için, enflasyon 2003 yılında yüzde 2 civarına gerileyerek yıllık ortalama oran yüzde 2,3 seviyelerinde belirlenmiştir.[142]

Euro Bölge dışındaki AB üyesi ülkelerin fiyat dinamikleri, 2004 yılında ülkeler arasında oldukça karışıktır. Danimarka, İsveç ve Birleşik Krallık en düşük yıllık HICP enflasyon oranlarını yaklaşık yüzde 1 seviyesinde kaydederek, Euro Bölgesi ortalamasının

[140] European Council, 18/19 October. 2012.
[141] European Central Bank, Annual Report, 2002.
[142] European Central Bank, Annual Report, 2003.

oldukça altında kalmıştır. Ülkelerdeki enflasyon gelişmeleri kısmen 2004 yılındaki petrol fiyatlarının güçlü artışı gibi bazı ortak faktörlerden kaynaklanmaktadır. Ancak, bu faktörlerin enflasyon üzerindeki kesin etkisi, büyük ölçüde tüketim modelleri, piyasa yapıları ve üretimin enerji yoğunluğundaki farklılıklar ülkeler arasında değişiklik göstermektedir. Nominal efektif döviz kuru gelişmeleri ve bunların ithal fiyatlara olan gecikme süreleri de 2004 yılındaki enflasyon gelişmelerini etkilemiştir. Özellikle Çek Cumhuriyeti ve Macaristan başta olmak üzere birçok ülkede, etkili döviz kuru gelişmeleri enflasyonu azaltıcı yöndedir. Polonya'da döviz kuru gelişmelerinin gecikmeli etkisi, 2004 yılının ilk yarısında, HICP enflasyonunda artışa katkıda bulunmuş, ancak etkileri yılın ikinci yarısında gerilemiştir.[143]

2005 yılında İsveç, Çek Cumhuriyeti, Danimarka ve Birleşik Krallık'ta HICP enflasyonu en düşük değere düşerek Euro Bölgesi ortalamasının altında kalmıştır. Euro Bölgesi dışındaki enflasyon gelişmeleri, kısmen ortak faktörler tarafından yönlendirilmektedir. Yeni üye devletlerin birçoğunda, 2005 yılının ilk yarısında enflasyonun yavaşlaması 2004 yılında AB üyeliği ile ilgili fiyat artışlarının temel etkisini yansıtmıştır. Buna ek olarak, güçlü rekabetin, özellikle sanayi malları ve gıda başta olmak üzere, Euro Bölgesi dışındaki üye devletlerde fiyat gelişmeleri üzerinde aşağı yönlü baskı uyguladığı görülmektedir. Buna karşılık, petrolün artan fiyatı enflasyon üzerinde yukarı yönlü baskı uygulamaktadır. Bununla birlikte, etkisi büyük ölçüde tüketim modelleri, piyasa yapıları ve üretimin enerji yoğunluğundaki farklılıkları yansıtan ülkeler arasında değişmektedir. Döviz kuru gelişmeleri ve genel enflasyona olan gecikmeli borçlar, 2005 yılındaki enflasyondaki gelişmeleri de etkilemektedir. Özellikle Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Polonya başta olmak üzere birçok ülkede, para biriminin değer kazanması enflasyon üzerinde olumsuz etki yaratmıştır. [144]

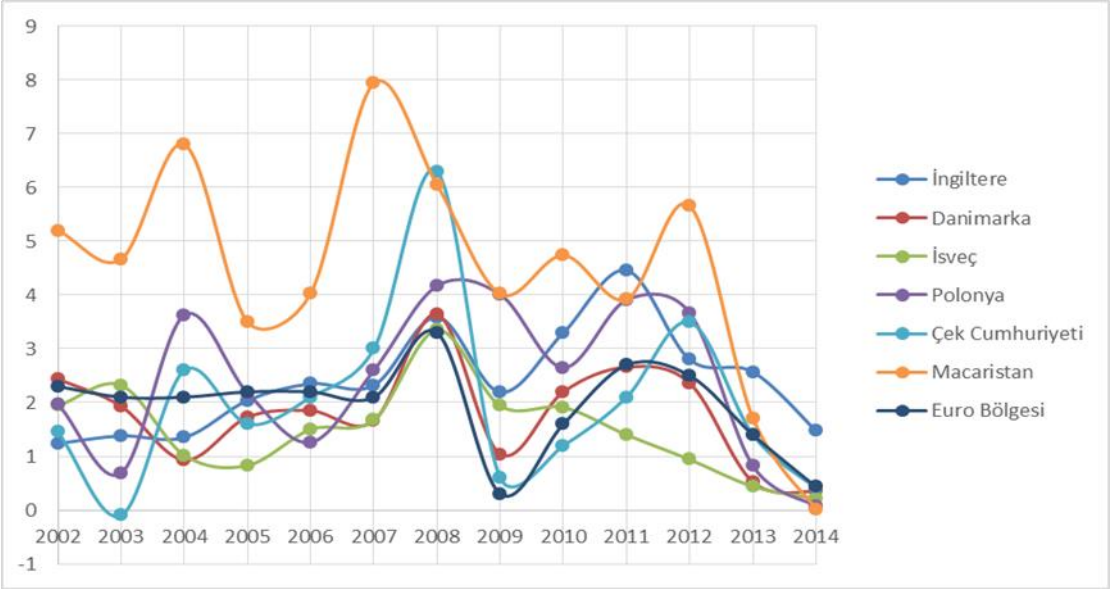
[143] European Central Bank, Annual Report, 2004.
[144] European Central Bank, Annual Report, 2005.

HICP enflasyonu, 2006 yılında AB üyesi olmayan ülkelerin neredeyse tamamında önemli ölçüde artmıştır. Enflasyon, hızlı büyüyen Baltık Ülkeleri ve Macaristan'da en yüksek seviyesini korumuş ve diğer Euro Bölgesi üyesi olmayan AB üye ülkelerinde Euro Bölgesi ortalamasına yakın veya ılımlı bir şekilde yüksekte kalmıştır. Danimarka, Polonya ve İsveç'te ortalama enflasyon yüzde 2'nin altında, Çek Cumhuriyet"nde ise 2006'da yüzde 2,1'i geçmemiştir. Önemli ölçüde döviz kuru esnekliğine olanak tanıyan ülkelerde, döviz kurunun değerlenmesi, ithalat fiyatları üzerinde büyük ölçüde bir sönümleyici etkiye ve sonuç olarak bu ülkelerin nispeten yüksek bir açıklık derecesi olan enflasyona maruz kalmasına neden olmuştur.[145]

2007 yılında HICP enflasyonu, Euro Bölgesi dışındaki AB üye ülkelerinde önemli ölçüde artmıştır. En yüksek artış Macaristan'da yüzde 7,94 olarak belirtilmiştir. 2007 yılında Danimarka ve İsveç'te ortalama enflasyon yüzde 2 olmuştur. Ancak başta gıda ve enerji için artan ithalat fiyatları nedeniyle, bu ülkelerde de yılsonuna doğru yükselmiştir. Enerji fiyatları, Euro Bölgesi dışındaki AB üye ülkelerinde artmıştır. Ayrıca, güçlü iç faizli talep, özellikle negatif reel faiz oranları ve önemli sermaye hareketleri nedeniyle güçlü kredi büyümesi ile beslenen güçlü özel tüketim büyümesi olan ülkelerde enflasyonist baskılara katkıda bulunmaya devam etmiştir. İşgücü piyasası koşulları daha da sıkılaştıkça, enflasyonist baskılar birçok ülkede güçlü ücret artışına neden olmuştur. İthalat fiyatları eğilimleri, kısmen farklı döviz kuru gelişmelerini yansıtan ülkeler arasında önemli ölçüde farklılaşmıştır. Önemli derecede döviz kurunu mümkün kılan ülkelerde, para biriminin değer kazanması, ithalat fiyatları üzerinde genel olarak olumsuz bir etki yaratmıştır.[146]

[145] European Central Bank, Annual Report, 2006.
[146] European Central Bank, Annual Report, 2007.

Grafik 9. Euro Bölgesi ile Euro Bölgesi dışındaki AB Ülkelerinin enflasyon oranlarının karşılaştırılması.



Kaynak: *Eurostat (veri sınırlaması nedeniyle kıyaslama 2014'e kadar yapılabilmiştir).*

2008 yılında yıllık ortalama enflasyon Euro Bölgesi dışındaki AB üye ülkelerinde (Macaristan hariç) artmıştır. Çek Cumhuriyeti ve Macaristan'da yıllık ortalama HICP enflasyon oranı yüzde 6,3 ve yüzde 6,05 olarak belirlenmiştir. Danimarka, Polonya, İsveç ve İngiltere'de yüzde 3 ile yüzde 4,2 arasında değişmiştir. Enflasyondaki geniş kapsamlı yükselişin ardındaki temel etkenlerden biri, gıda ve enerjinin dünya fiyatlarında güçlü bir artışa sahip olmasıydı. Bazı ülkelerde fiyatlar ve dolaylı vergilerin belirgin artışlarını ve bazı ekonomilerde para birimindeki değer kaybı da artışa katkıda bulunmuştur. Son olarak, bazı durumlarda iç talepteki canlanma, artan kapasite kısıtlamaları ve tarımsal arz şokları da ücretler ve fiyatlar üzerinde güçlü bir yukarı yönlü baskı uygulamıştır.[147]

2009 yılında, Euro Bölgesi dışındaki AB üye ülkelerinde yıllık ortalama enflasyon azalmıştır. 2009 yılında en yüksek ortalama enflasyon oranları, Macaristan ve Polonya'da yüzde 4,02 ve yüzde 4,01 olarak gösterilmiştir. İngiltere, İsveç, Danimarka ve Çek

[147] European Central Bank, Annual Report, 2008.

Cumhuriyeti'nde enflasyon sırayla yüzde 2,19, yüzde 1,94, yüzde 1,04 ve yüzde 0,6 olarak belirtilmiştir. Enflasyondaki düşüşün ardında yatan faktörlerin çoğu, Euro Bölgesi dışındaki AB üye ülkelerinde daha düşük emtia fiyatları ve düşük iç talep ile bağlantılı temel etkilerle ilgiliydi. Birçok ülkede işgücü piyasası koşulları zayıflarken, nominal ücret büyümesinin yavaşlaması ve hatta negatif olması enflasyon oranlarındaki önemli düşüşe katkıda bulunmuştur.[148]

2010 yılının ortalama en yüksek HICP enflasyon oranı Macaristan'da yüzde 4,7 olarak kaydedilmiştir. Bu yılda enflasyon diğer ülkelerin çoğunda, grafikten de görüldüğü gibi, yüzde 2 ile yüzde 3,3 arasında değişmiştir. Çek Cumhuriyeti ve İsveç'te enflasyon oranları yüzde 2'nın altında pozitif olarak kaydedilmiştir. Yıl içi gelişmeler çoğu ülkede enflasyonda artış eğilimi göstermiştir. [149]

Euro Bölgesi dışındaki ülkelerde, 2009 yılında belirgin bir daralma gözükmüştür. Daha sonra 2010 yılında bu ülkelerde toparlanma başlamıştır. Toparlanma, esasen ihracata, güçlü dış talebe ve 2009 yılında stokların yeniden yapılandırılmasına destek vermiştir. Aynı zamanda güven göstergelerinde belirgin bir iyileşmeye rağmen, iç talebin çoğu ülkede azaldığı görülmüştür. Bu gözlemlenen zayıf iç talep, özel sektör ve kamu sektöründe devam eden ekonomik düzenlemelerin sonucu olmuştur. Çoğu ülkelerde özel tüketim azalmıştır. İşgücü piyasasındaki koşullar ve kredi büyümesi belli bir dereceye kadar gerilemiştir.[150] 2009 yılında ekonomik faaliyette çok belirgin düşüşler yaşayan Euro Bölgesi dışındaki bazı ülkeler, güçlü bir toparlanma göstermiştir. Baltik ekonomileri, 2009 yılında tüm AB ülkelerinin faaliyetlerinde en büyük düşüşleri kaydettikten sonra toparlanmıştır. Toparlanma temel olarak

148 European Central Bank, Annual Report, 2009.

149 European Central Bank, Annual Report, 2010, s. 83

150 O. Kucharčuková, Spillover of the ECB's Monetary Policy Outside the Euro Area: How Different is Conventional From Unconventional Policy?, Working Paper Series No.15, Czech National Bank, 2014.

dış talebe bağlıydı. İç talep zayıftı. Bulgaristan'daki toparlanma yavaş ve esasen dış talebe bağlıydı. İç talep, özel sektörde devam eden ayarlamayla engellenmiştir.[151]

2010 yılının ilk yarısında Euro dışı birçok AB merkez bankası, temel politika faizlerini düşürmüştür. Bu indirimlerin çoğu, banka kredilerini teşvik etmek ve ekonomik faaliyeti desteklemek amacıyla yapılmıştır. Çoğu oran artışı, ilgili merkez bankasının orta vadeli enflasyon hedeflerinin gerçekleştirilmesini sağlamayı amaçlamıştır. Macaristan ve Romanya'nın merkez bankaları 2010'da en yüksek politika faiz oranlarını korumuştur. Yılsonunda bu oranlar Macaristan'da yüzde 5,75 ve Romanya'da ise yüzde 6,25'i göstermiştir. Euro Bölgesi dışındaki diğer AB üyesi ülkelerle karşılaştırıldığında, daha yüksek enflasyon oranları ve risk ön ödemeleri yansıtılmıştır. [152]

2011 yılının yıllık ortalama enflasyonu Euro Bölgesi dışındaki AB üyesi ülkelerinde artırılmıştır. Bu artış hem iç hem de dış faktörleri yansıtmıştır. Artışın nedeni özellikle yılın ilk yarısında gıda ve enerji fiyatlarındaki yukarı yönlü baskıların yanı sıra, bazı ülkelerde dolaylı vergiler, yönetilen fiyatlar ve tüketim vergileri ile döviz kuru amortismanlarındaki değişimlerdir. En yüksek enflasyon oranı grafikten de görüldüğü gibi, İngiltere'de yüzde 4,5 olarak gösterilmiştir. Çek Cumhuriyeti ve Danimarka'da enflasyon sırasıyla yüzde 2,1 ve yüzde 2,7 iken, Euro Bölgesi dışındaki ülkeler arasında en düşük enflasyon ise İsveç'te (yüzde 1,4) görülmüştür.[153]

2012 yılında en yüksek yıllık enflasyona sahip ülke Macaristan (yüzde 5,7) iken, İsveç'te en düşük enflasyon oranı yüzde 0,9 olarak kayıtlara geçmiştir. Çoğu ülkede, düşük iç talep, enflasyonist baskılara sınırlayıcı bir etkide bulunmuştur. Yönetilen fiyatlardaki ve dolaylı vergilerdeki değişiklikler, AB ülkelerinde enflasyon üzerinde heterojen bir etkiye sahip olmuştur. İngiltere'de, önceki dolaylı vergi artışlarının azalan etkileri, enflasyonun

151 European Central Bank, Annual Report, 2010, s. 88.
152 ibid, 2010, s. 90.
153 European Central Bank, Annual Report, 2011, s. 73.

sönümlenmesine yardımcı olmuştur. Sonuç olarak, İngiltere'de 2011'de yüzde 4,5 iken, İngiltere'de 2012'de yüzde 2,8'e gerilemiştir. İyi bir etki beklenirken, son mali konsolidasyon önlemleri Çek Cumhuriyeti ve Macaristan'da tam tersi bir etkiye sahip olmuştur. Bu yüzden, Çek Cumhuriyeti'ndeki enflasyon, 2011'de yüzde 2,1'den 2012 yılında yüzde 3,5'e yükselirken, Macaristan'da enflasyon, 2011'de yüzde 3,9'dan 2012'de yüzde 5,7'ye yükselmiştir.[154]

2013 yılında, enflasyon Euro Bölgesi dışındaki AB üye ülkelerinin çoğunda yavaşlamıştır. Yıllık ortalama enflasyon oranı, 2012 yılında yüzde 3'den 2013 yılında yüzde 1,9'a düşmüştür. Bu durum, emtia fiyatlarındaki baskıların düşmesine ve dolaylı verginin etkilerinin azalmasına neden olmuştur. 2013 yılında yıllık ortalama en yüksek enflasyon oranı İngiltere'de yüzde 2,6 olarak kaydedilmiştir. Yönetilen fiyatlarda yapılan indirimler, Çek Cumhuriyeti ve Macaristan'daki enflasyonun düşmesine de katkıda bulunmuştur. İsveç'te, zayıf dış çevre ve kronun değer artışından kaynaklanan düşük ithalat fiyatlarının bir sonucu olarak, HICP enflasyonu kısmen düşük kalmıştır. İngiltere'nin yüksek fiyat baskısı yaşamasına rağmen, enflasyon kısmen gerileyen yurtiçi maliyet baskılarını yansıtarak 2013 yılının sonuna doğru gerilemiştir.[155] Küresel finansal krizden bu yana, AMB, alışılmamış çeşitli önlemler uygulamıştır. Para politikası iletiminde bireysel AMB araçlarının önemi ve etkinliği zamanla sürekli olarak gelişmektedir. Bununla birlikte, genel olarak AMB politikasının sınır ötesi etkileri ve bu alışılmamış önlemlerle ilgili çok az şey bilinmektedir. [156]

Alışılmadık para politikası önlemleri ile ilgili olarak, İngiltere Merkez Bankası rezervlerinin ihracı yoluyla finanse edilen varlık alım stokunu, 2010 yılında 200 milyar sterlin tutarında korumuştur. Bu durumda, İngiltere Merkez Bankası Para Politikası Komitesinin para politikası duruşunun, orta vadede enflasyon hedefine ulaşmaya uygun olduğunu ve

---

154 European Central Bank, Annual Report, 2012, s. 75.

155 European Central Bank, Annual Report, 2013.

156 O. Kucharčuková, Spillover of the ECB's Monetary Policy Outside the Euro Area: How Different is Conventional From Unconventional Policy?,,Working Paper Series No.15, Czech National Bank, 2014.

enflasyonu çevreleyen riskler dengesinin değişimini garanti altına almaya yeterli olmadığına karar verilmiştir.[157]

Euro Bölgesi, Euro Bölgesi dışındaki AB ekonomilerine, güçlü mali ve ticari bağları olan önemli bir ekonomik oyuncu olmaktadır. Son yıllarda, AMB tarafından kabul edilen alışılmadık politikaların bozulma etkileri olabileceği düşünülmektedir.

Euro Bölgesi ülkelerinde olduğu gibi, Euro Bölgesi dışındaki AB üye ülkelerinin de para politikasının temel amacı fiyat istikrarı olmaktadır. Aynı zamanda para politikası stratejileri ülkeden ülkeye önemli ölçüde farklılık göstermektedir. 2010 yılının ilk yarısında, Euro Bölgesi dışındaki birçok AB merkez bankası, temel politika faizlerini düşürmüştür. Bunun nedeni banka kredilerini teşvik etmek ve ekonomik faaliyeti desteklemektir. İlgili merkez bankalarının orta vadeli enflasyon hedeflerinin gerçekleştirilmesini sağlamayı amaçlamıştır.

Euro Bölgesi ülkeleri ile Euro Bölgesi dışındaki ülkelerin enflasyon oranlarını karşılaştırdığımız zaman, grafik 9'dan da görüldüğü gibi, Euro Bölgesi ülkelerinde enflasyon oranları daha istikrarlı bir şekilde hareket etmiştir. Sadece 2008 finansal kriz döneminde, enflasyon oranları hedefin üzerine çıkarak, yüzde 3,3 şeklinde kaydedilmiştir. Ama Euro Bölgesi dışındaki AB üye ülkelerinde, enflasyon oranları gösterildiği dönemle bir önceki dönemin tablolarına baktığımızda istikrarsız bir hareketlenme kaydedilmiştir.

[157] European Central Bank, Annual Report, 2010.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

EURO BÖLGESİ VE 2008-2009 KÜRESEL EKONOMİK KRİZ

3.1. Kriz Kavramı

Kriz kelimesi, günlük yaşamımızda kullanılan en önemli kelimelerden biri olmaktadır. Kriz, kökeni Yunanca "krisis" kelimesine dayanarak birçok alanda aynı zamanda birçok anlamda kullanılmaktadır. Türk Dil Kurumu'nun Türkçe sözlüğünde "bunalım, buhran" olarak belirtilmektedir. Bu kelime, özellikle tıp alanında çok yaygın bir kullanıma sahip olmaktadır. Genel olarak, "aniden ortaya çıkan hastalık belirtisi" anlamına gelmektedir. Sosyal bilimler alanında da "buhran" ve "bunalım" kelimeleri ile eş anlamlı kullanılmaktadır.[158]

3.2. Ekonomik Kriz

Ekonomik kriz kavramı ilk olarak 1960'lı yıllarda sosyal bilimler literatürüne girmiştir. Ekonomik kriz ülke veya şirket hayatında zorluk dönemi veya acil durum olarak tanımlanmaktadır. Diğer bir deyişle, ekonomik kriz, makro düzeyde devletleri, mikro düzeyde şirketleri etkileyecek sonuçlar üreten, öngörülemeyen bir gelişmedir. Başka bir tanıma göre, ekonomik kriz finansal sistemin ve onun alt bileşenlerinin çalışmasında beklenmedik şekilde gelişen ve sistemin işlemini önemli derecede olumsuz şekilde etkileyen bir durum olarak tanımlanabilmektedir. Ulusal ekonomilerde yaşanan ekonomik

158 S. Fink, Crisis Management Planning for the Inevitable, 1986, s.1.

krizler genellikle ekonomik ve politik döngülerde ve yapılarda olumsuz bir düşüşün ürünü olmaktadır. [159]

Klasik iktisat öğretisinde teorik anlamda ekonomik kriz yerine "iş çevrimleri ya da konjonktür dalgalanmaları" gibi ifadeler kullanılmaktadır. Bu tür dalgalanmalar genellikle ani dışsal şoklar ya da bazı yanlış karar süreçlerine dayandırılmaktadır. Bu bağlamda açıklanması gereken başka kavramların da olduğu ortaya çıkmıştır. Bunlardan birisi "resesyon", yani "durgunluk" olmaktadır. Bilindiği gibi "resesyon", ekonomik faaliyetin yavaşlaması anlamına gelmektedir. Daha önceki erişilmiş konuma oranla bir büzülmeyi ve konjonktür düzeyinin alçalmasını ifade etmektedir. Bir başka deyişle, ekonomik faaliyetin zayıf şiddette ve kısa süreli olarak büzülüp kasılması demektir.[160]

3.3. Finansal Kriz ve Nedenleri

Finansal kriz, finansal kurumların değerinin hızlı bir şekilde düştüğü bir durumdur. Finansal kriz genellikle bankalarda yaşanan panik ile ilişkilidir. Yatırımcıların finansal kuruluşta kalmaları durumunda, varlıkların değerinin düşeceği beklentisiyle varlıklarını satması ya da tasarruf hesaplarından para çekmesi söz konusu olmaktadır.

Finansal krizler, ortaya çıktığı ülkelerde nedenleri ve gelişimleri bakımından bazen farklılık, bazen de benzer özellikler gösterebilmektedir. Krizler küresel ekonomiler için sosyoekonomik istikrarlarına dönük bir tehdit olduğu kadar, başarılı politika uygulamaları ve doğru yönetim stratejileriyle fırsata dönüşmesi de söz konusudur. [161]

---

[159] M. Afşar, Küresel Kriz ve Türk Bankacılık Sektörüne Yansımaları, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi, s.6, c.2, s. 142.

[160] ibid, 2011, 144.

[161] F. Yücel; H. Kalyoncu, Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri ve Ülke Ekonomilerini Etkileme Kanalları: Türkiye Örneği, Maliye Dergisi, Sayı:159, 2010, s. 54.

Finansal kriz, finansal piyasaların sahip oldukları verimli yatırım olanakları ile birlikte, bu piyasalarda ahlaki tehlike ve ters seçim gibi asimetrik bilgi problemlerinin gittikçe kötüleşmesiyle, fonların etkin biçimde kanalize edilememesi sonucu ortaya çıkan, doğrusal olmayan bozulmalar şeklinde tanımlanabilmektedir. [162]

Finansal kriz, kısa vadeli faiz oranları, varlık fiyatları, ödemelerin bozulması ve mali kurumların iflası gibi, finansal göstergelerin tümünün veya çoğunluğunun, ani, keskin ve açık bir biçimde bozulması olarak tanımlanabilmektedir. [163]

Finansal liberalizasyon sürecinde, uluslararası fonlar küresel düzeyde daha yüksek getiri elde edebilecekleri ülkelere rahatça girip çıkabildiklerinden, uluslararası sermaye hareketlerinin hacminde önemli artışlar meydana gelmiştir. Ülkeler arasındaki finansal entegrasyonun yüksek düzeylere ulaştığı 1990'lı yıllarla birlikte ivme kazanan, ekonomi ve finans literatüründe önemli bir yer edinen "finansal kriz" olgusu kavramsal düzlemde incelenmiştir. Bundan dolayı, öncelikle finansal kriz sürecinin başlangıcındaki belirtileri görmemiz gerekmektedir. Bu belirtiler şu başlıklar altında toplanmaktadır: [164]

- Faiz oranlarındaki artış,
- Belirsizliklerdeki artış,
- Menkul kıymetler borsasının çöküşü,
- Bankacılık sektöründeki sorunlar.

2008 Finansal krizi, 1929 büyük bunalımından bu yana yaşanan en önemli ekonomik krizdir. Kriz öncesinde konut fiyatları yükselişe geçmiştir. Yenilikçi yatırım seçenekleri yaratılmış ve riski çeşitlendirmenin yeni yolları kullanılmıştır. Sonrasında ev fiyatları

162 F. S. Mishkin, Lessons from Asian Crisis, NBER Working Paper Series, 1999.

163 F. Yücel; H. Kalyoncu, 2010, s. 55.

164 F.S. Mishkin, Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries, NBER Working Paper Series, 2001.

düşmeye başlamıştır. Ekonominin zayıf yönleri açığa çıkmıştır. 2008 Finansal krizi, 2009 yılında yüzde 10'luk işsizlik oranı ile sonuçlanmıştır.

2008 Finansal krizinin çeşitli nedenleri literatürde belirtilmiştir. Tartışılan nedenler arasında mortgage kredisi (subprime mortagage), menkul kıymetlendirme, kredi derecelendirme kuruluşları, konut girişimleri ve diğer politika faktörleri yer almaktadır.[165]

Mortgage ipotek kredisi, üzerinde sıkı standart ölçütleri koymadan kabul edilebilir ipotektir. 2008 Finansal krizinden önce, ipotek verenler arasında şiddetli bir rekabet bulunmuştur. İpotekli müşteriler arasındaki rekabet, pazar payı ve gelir mücadelesinden kaynaklanmıştır. Sonuç olarak kredi verme standartlarına uyulmayarak borçlulara riskli ipotek verilmeye başlanmıştır. Piyasa gücü, tedarikçiler doğrudan menkul kıymetlerden kaydırmış ve hükümet sponsorlu şirketlerle[166] özel menkul kıymetler şirketleri arasında rekabet yaratmıştır. Bu rekabet, hükümet sponsorlu şirketlerin gücünü zayıflatarak ipotek standartlarını tehlikeye atmıştır. Bu durum riskli kredilerin çoğalmasına neden olmuştur.[167]

2008 Finansal krizinin nedenlerinden biri de mortgage kredilerinin menkul kıymetlendirilmesi yoluyla ikinci bir piyasa oluşturulmasıdır. Bu süreçte, kredi konusu gayrimenkulün üzerine banka lehine ipotek konulduktan sonra, banka tarafından gayrimenkulün değeri karşılığında menkul kıymet düzenlenerek, kullandırılan krediler aracı kurumlara veya diğer yerli ve yabancı kurumlara uzun vadeli olarak satılmıştır. Bu şekilde kredi geri ödemeleri, gayrimenkule dayalı menkul kıymetleştirilmiş olmuştur. Aracı kurumlar aldıkları bu menkul kıymetleri komisyon karşılığı yatırımcılara satarlar. Bu sistemde, menkul kıymeti alan kurum ve kuruluşlar krediden doğan bankanın alacağı faiz

---

[165] J. Crotty, Structural causes of the global financial crisis: A critical assessment of the New financial architecture, Cambridge Journal of Economics, 2009.

[166] 2003 yılı başında, muhafazakâr özelliklerinden dolayı hükümet sponsorlu işletmeler (Government Sponsored Enterprises) nispeten yüksek dereceli kayıt standartları sağladığı dönemde daha da belirginleşmişti.

[167] http://study-aids.co.uk/dissertation-blog/2008-financial-crisis/ (Erişim: 26.10.2018) .

gelirlerini alarak kâr elde etmeye çalışırken, finansal aracı kuruluşlar hem bilançolarındaki faiz riskini dağıtmakta hem de aracılık ve komisyon geliri elde etmektedirler.[168]

Literatür, menkul kıymetlendirmenin bankacılık sektörünü değiştirdiğini ve kredi sürecinden feragat ederek, bankaların kredi riskini transfer etmesine ve yatırımın karmaşıklığını arttırmasına neden olarak krize yol açtığını ortaya koymaktadır.[169]

2008 Finansal krizinde, kredi derecelendirme kuruluşlarının, zaman içinde yaptıkları değişikliklerin kredi notlarını nasıl etkilediği, krizdeki rollerini anlamak için çok önemlidir. Derecelendirme kuruluşları ile ilgili en önemli problem, çıkar çatışmasıdır. Bankalarla ve diğer mali kuruluşlarla ilgili notlar veren kredi derecelendirme kuruluşları, borçlu firmaları tarafından finanse edilmektedir. Hal böyle olunca derecelendirme kuruluşlarının objektif değerlendirme yapma kabiliyetleri azalmaktadır. Diğer yandan derecelendirme kuruluşları, firmaların finansal problemlerini her zaman tespit edememektedirler. Bazen de sorunu kısmen veya çok gecikmeli olarak görebilmektedirler.[170]

Finansal krizlerin temelindeki siyasi nedenlerin yanı sıra, ahlaki yanlarının da olduğu görülebilmektedir. Teknolojinin ilerlemesine paralel olarak finansal ürün üretim süreçlerinin gelişmesi finansal işlemleri reel ekonomik bağlarından uzaklaştırarak risk analizini zorlaştırmış ve yeni nesil finansal krizlere neden olmuştur. Bu yönüyle 2008 finansal krizi dünya çapında bir etkiye sebep olması nedeniyle, yaşanılan krizler tarihi içerisinde küresel olarak adlandırabileceğimiz tek kriz olmaktadır.[171]

---

168 J. Crotty, 2009.

169 ibid, 2009.

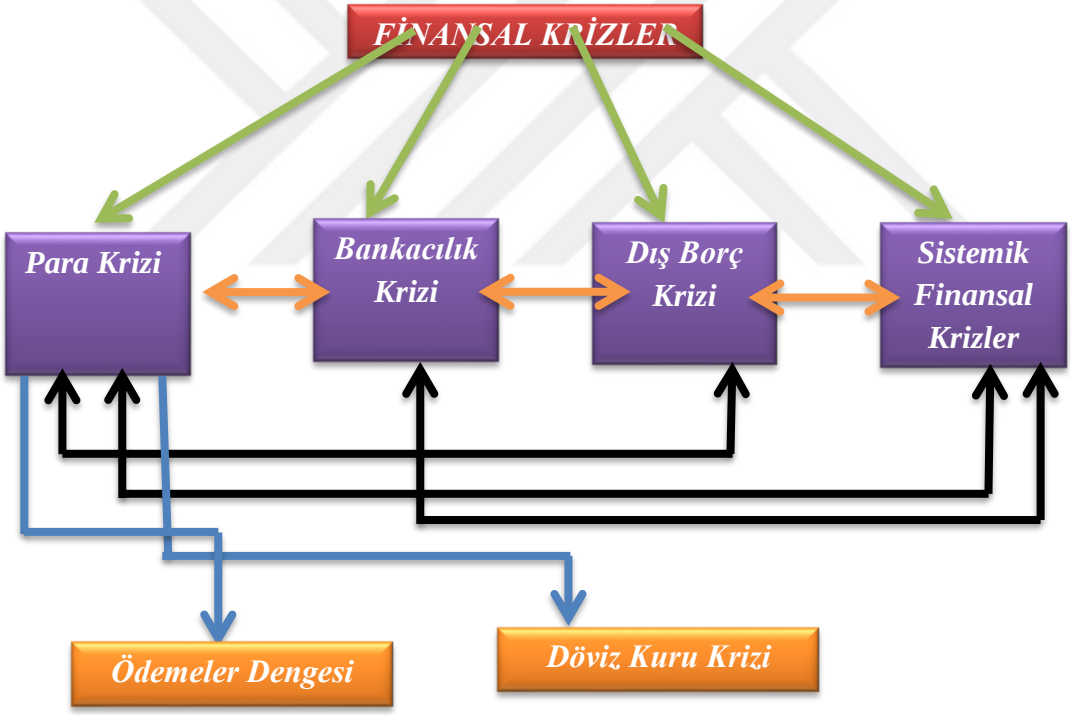
170 T. Tosun, Ekonomik Krizler ve Katılım Bankacılığı: 2008 Krizi ve Türkiye Örneği, İstanbul Sabahattin Zaim Üniversitesi, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2015, s. 40.

171 ibid, 2015, s. 41.

3.3.1. Finansal Kriz Türleri

Finansal krizlerin ortak özellikleri olmakla birlikte, hepsinin kendine has bazı ayırt edici özellikleri de bulunmaktadır. Ortak nokta ise hepsinin önemli maliyetler yaratmalarıdır. Finansal krizler, sınıflandırma açısından çeşitli şekiller alabilmekle birlikte, geniş anlamda iki şekilde ayırt edilebilmektedir. Kesinlikle niceliksel tanımlarla sınıflandırılanlar ve büyük ölçüde niteliksel ve yargısal analizlere bağımlı olanlar. Birinci grup, ağırlıklı olarak para ve sistemik finansal krizleri içermekte, ikinci grup ise borç ve bankacılık krizlerini içermektedir.[172]

Tablo 7. Finansal Krizin Sınıflandırılması



Kaynak: *Delice, G. "Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif", Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi, Sayı 20, 2003, s. 57-81.*

Bu krizler birbirinden bağımsız olmayıp, birçok durumda farklı alanlarda başlayan bir kriz çeşididir ve diğer kriz türlerini de beraberinde getirmektedir. Tablo 7'de krizler arasındaki bu olası bağlar gösterilmektedir.

[172] S. Claessens; M. A. Kose, Financial Crises: Explanations, Types, and Implications, IMF Working Paper, 2013.

3.3.1.1. Para Krizi

Para krizi, literatürde döviz krizi olarak ifade edilmektedir. IMF (1998)'in tanımladığı gibi para krizi (Currency Crisis), bir ülke parasına yapılan bir spekülatif saldırıya bağlı olarak, ülke parasında önemli ölçüde resmi otoritenin devalüasyona gitmek zorunda kaldığı veya ülke parasının önemli ölçüde değer kaybettiği, ülkenin büyük ölçekli uluslararası rezervleriyle veya faizlerin keskin bir artışla parasını savunmaya çalıştığı krizlerdir.[173]

Bir ülkenin parasının üzerindeki spekülatif saldırı, bir devalüasyonla veya şiddetli değer kaybıyla sonuçlanırsa veya Merkez Bankası büyük miktarlarda rezerv satmak, faiz oranlarını önemli oranlarda yükseltmek suretiyle parayı korumaya zorlanırsa, bir döviz krizi ortaya çıkabilmektedir.[174] Para krizi, bir ülke parasına güvenin kaybolmasıyla spekülatif fonların ülkeyi terk etmeye başlaması ve Merkez Bankası'nın tüm destekleme çabalarına rağmen, mevcut kurun sürdürülemeyerek ulusal paranın devalüe edilmesi veya tümden dalgalanmaya bırakılması biçiminde tanımlanmaktadır. Döviz krizleri, genelde sabit kura dayalı dezenflasyon programları sonucu ortaya çıkmaktadır. Yerli paranın değer kazanması sonucu, cari işlemler dengesindeki açık büyümektedir. Buna rağmen sabit kurdan çıkamayan ülkeler, ister istemez bir krize sürüklenmektedir.[175]

Sabit kur sistemi uygulayan ülkelerdeki para krizleri ödemeler dengesi krizleri diye adlandırılarak, dikkat döviz rezervi azalmalarına çekilirken, esnek kur sistemi

---

[173] IMF, Financial Crises: Characteristics And Indicators Of Vulnerability İn Financial Crises: Causes And Indicators, 1998, s. 12.

[174] G. Delice, Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif, Erciyes Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, Sayı 20, 2003, s. 59.

[175] H. Seyidoğlu, Uluslararası İktisat, Geliştirilmiş 13. Baskı, İstanbul, 1999.

uygulayan ülkelerdeki krizlere döviz kuru krizi adı verilerek, dikkat rezerv azalmaları yerine kur değişmelerine çekilmiş olmaktadır.

1980 sonrası krizler birbirinin aynı olmasa da çoğunun temel sebebi para krizleri olmaktadır. Yapılan ekonomik araştırmalarda para krizleri üç ana başlıkta açıklanmıştır.[176] Bunlar, birinci nesil kriz modelleri (Kanonik Model), ikinci nesil kriz modelleri ve üçüncü nesil kriz modelleridir.

Birinci nesil kriz modelleri, finansal krizleri açıklamaya yönelik ortaya atılmış ilk çalışma olmaktadır. Bu model Krugman tarafından çalışılmıştır. Birinci nesil kriz modelleri Kanonik Kriz Modelleri olarak tanımlanmaktadır. Bu modellerin temel başlangıç noktası, dövizin tükenebileceği ve arzının kolaylıkla arttırılamayacağı gerçeği olmaktadır. Birinci nesil modellere göre, parasal krizlerin arkasındaki temel nedenler makroekonomik yapısal dengesizlikler ve sürdürülemez politikalar olmaktadır. Makroekonomik yapısal dengesizliklere yüksek ve artan bütçe açıkları, yüksek enflasyon, yüksek iç faiz oranları, yüksek oranlı para arzı artışı, büyük cari açıklar, uluslararası rezervlerdeki düşüşler örnek olabilmektedir. Bu modellere göre, sabit bir döviz kuru politikası uygularken, finansal açıkların kapatılması veya zayıf bir bankacılık sisteminin dengelenmesi için, para arzının artırılması finansal krizlere neden olmaktadır.[177]

İkinci nesil krizler iki şekilde meydana gelmektedir. Bunlar; bankacılık krizi ve döviz krizleridir. Bankacılık krizleri, genel olarak banka bilançolarının kötüleşmesi veya bilanço aktif yapılarının bozulması nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Geri dönmeyen kredilerin artması, menkul kıymetlerin piyasalardaki değerlerinde gerçekleşen oynamalar, reel sektörün daralması gibi sebeplerle, bankaların aktif yapılarının

[176] S. Durmuş, Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Yaklaşımlar, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, sayı 5, 2010, s. 32.

[177] P. Krugman, A Model of Balance of Payment Crises, Journal of Money, Credit and Banking, 1979.

bozulması, bankacılık krizlerinin ana sebeplerini oluşturmaktadır. Bankacılık sektörünün krize girmesi mevduat sahiplerinin panik halinde bankalardan mevduatlarını çekmeye başlamasıyla bankaları likidite sıkıntısına sokacaktır. Kriz ise, sabit kura dayalı olan dezenflasyon uygulamaları sonucunda meydana gelir. Bu uygulamada enflasyonla ilgili olumlu gelişmeler sonucunda, yerli paranın değer kazanmasıyla cari işlemler açığı büyümektedir. Buna rağmen, sabit kuru terk etmek istemeyen hükümetler krizle karşı karşıya kalmaktadır.[178]

Tablo 8. Birinci Nesil Kriz Modelleri İle İkinci Nesil Kriz Modelleri Arasındaki Farklar

Birinci Nesil Kriz Modelleri	***İkinci Nesil Kriz Modelleri***
Krizler kaçınılmazdır.	Krizler bulaşıcıdır
Krizler önceden tahmin edilebilir	Krizler önceden tahmin edilemez.
Beklentiler krizi hızlandırır.	Beklentiler kendi kendini besleyen niteliktedir ve krizlere yol açar.
Uygulanan politikalar, makroekonomik göstergelerin bozulmasına yol açar.	Hükümetler makroekonomik politikalar karsısında seçim yaparlar. (Kur rejimine tamam veya devam gibi)
Makroekonomik göstergelerde bozulma, krizlere neden olmaktadır.	Makroekonomik göstergelerde bozulma, kendi kendini besleyen kriz sürecini hızlandırır.

Kaynak: *Savaş Durmuş, "Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Yaklaşımlar", Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, sayı 5, 31-46, 2010.*

Tablo 8'de birinci ve ikinci nesil kriz modelleri arasındaki farklar gösterilmiştir. Tabloda da gösterildiği gibi, birinci nesil kriz modelleri kaçınılmazdır, önceden tahmin edilebilmekte ve beklentilerden etkilenmektedir. Uygulanan politikalar makroekonomik göstergelerin bozulmasına yol açarak krizlere neden olmaktadır. İkinci nesil kriz

[178] A. Altay, Mortgage Krizi'nin Avrupa Borç Krizi'ne Etkileri (Panel Veri Yönetimi ile Bir Analiz), Yüksek Lisans Tezi, Kırklareli Üniversitesi, 2015.

modellerinde ise, krizler bulaşıcı ve önceden tahmin edilemezler. Bu tip krizlerde beklentiler kendi kendini besler nitelikte olup kriz sürecini hızlandırmaktadır.

Üçüncü nesil kriz modelleri, finansal ve banka sektörlerindeki problemler arasındaki ilişkiler üzerine odaklanmaktadır. Bu problemlerin çözümüne yönelik Krugman, yaptığı çalışma ile menkul kıymetler piyasasındaki yatırım patlaması ile bu patlamanın etkilerini araştırmaktadır. Bu modeller, kurdaki aşırı değerlenme, sürdürülemez düzeyde cari açık, devalüasyonun bulaşma etkisi, düşük kârlı ve riskli yatırım projeleri gibi temel makroekonomik dengesizliklere ve finansal piyasalardan kaynaklanan sorunlara dayandırılmaktadır. Asya krizinden sonra finansal piyasaların yapısına ve işleyişine bağlı olarak kriz analizinde, bankacılık sektörü panikleri, finansal piyasalarda asimetrik bilgi ve ahlaki çöküş sorunu ile makroekonomik şokların, bankacılık sektörüne verdiği zarar üzerinde durulmuştur.[179]

3.3.1.2. Bankacılık Krizi

Bankacılık krizleri genelde banka bilançolarının kötüleşmesinden, bilanço aktif yapılarının bozulmasından kaynaklanmaktadır. Daha açıkçası, geri dönmeyen kredilerin artması, menkul değerler piyasasındaki dalgalanmalar, reel sektörün küçülmesi nedeniyle, bankaların aktif yapılarının bozulması bankacılık krizlerinin temel nedenleri olmaktadır. Bankacılık krizlerinin bir başka tanımı da bir ya da birden fazla bankaya güvenin sarsılması, halkın aniden ve yaygın şekilde mevduatlarını çekmek için bankalara hücum etmesi olarak tanımlanmaktadır.[180]

[179] S. Durmuş, 2010, s. 38.

[180] A. Turgut, Türleri, Nedenleri ve Göstergeleriyle Finansal Krizler", TÜHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi cilt 20, sayı 5, 2007, s. 37.

IMF (1998)'in tanımladığı gibi, Bankacılık Krizi (Banking Crisis), batma noktasına gelen veya gelme olasılığı olan bankaların, yükümlülüklerini/borçlarını çevirme özelliklerini kaybettiği veya devletin büyük ölçekli müdahalelerle destek vermek zorunda kaldığı bir durum olmaktadır.[181]

Bankacılık krizini teşhis ederken sorunun bir tek bankaya mı yoksa az sayıda bankaya mı ilişkin olduğunu, yoksa sorunun sistematik denilen tüm piyasayı ilgilendiren bir sorun mu olduğunu belirlemek son derece önemlidir.[182] Tek bir bankanın başarısızlığı, her zaman tüm bankacılık sistemini sarsmayabilmektedir. Ancak krizdeki bankanın, bankacılık sistemi içindeki payının büyüklüğü, krizin sistematik bir krize dönüşmesi olasılığını attırmaktadır.[183]

Bankacılık krizleri, para krizlerinden daha uzun süreli olma eğilimi taşımakta ve ekonomik faaliyet hacmi üzerinde daha şiddetli etkiler doğurmaktadır.[184] Para ve bankacılık krizleriyle, finansal serbestleşmeye geçen ekonomilerde daha sık karşılaşıldığı iddia edilmektedir. Bankacılık krizi, döviz krizi için önemli bir öncü gösterge iken, döviz krizinin, bankacılık krizinin bir göstergesi olmadığı belirtmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde, finansal serbestleşmenin para ve bankacılık krizlerinin bir arada olduğu ikiz krizlere daha açık hale getirdiği vurgulanmaktadır.[185]

---

181 IMF, Financial Crises: Characteristics And Indicators Of Vulnerability İn Financial Crises: Causes And Indicators, 1998, s. 18.

182 K. Ateş, Finansal Krizlerden Bankacılık Krizlerine Bir Değerlendirme, Piyasa Dergisi, Sayı: 11, 2004.

183 T. Yay; G. Yay; E. Yılmaz, Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, İstanbul, 2001.

184 G. Delice, 2003, s. 61.

185 R. Glick; M. Hutchison, Banking and Currency Crises: How Common Are Twins?, Federal Reserve Bank of San Francisco, 1999, s. 3.

3.3.1.3. Dış Borç Krizi

IMF (1998)'in tanımladığı gibi, Dış Borç Krizi (Foreign Debt), bir ülkenin, özel veya kamu sektörü borçlarını ödeyememesi durumu anlamına gelmektedir. Bir ülkenin, özel veya kamu sektörüne ait borçlarını ödeyememe durumuna düşmesinin, ülkeye özgü ve ülke dışı sebepleri olabilmektedir. [186]

Likidite krizine (para ve bankacılık) düşen bir ülkenin, tüm yükümlülüklerinde olduğu gibi, dış borç geri ödemelerinde de aksama oluşabilmektedir. Bu nokta, likidite krizleri ile dış borç krizleri arasındaki tek gerçek ve bilinen ilişki olmaktadır.

Borçlanan ülkeler, borçlarını ödeyemediğinde veya borç vericiler borçların ödenmeme olasılığı olduğunu düşünerek, yeni krediler vermeyip, mevcut kredileri geri almaya çabaladıklarında borç krizleri ortaya çıkmaktadır. Bu krizler özel veya kamu borcundan kaynaklanabilmektedir. Kamu sektörünün geri ödeme yükümlülüklerini yerine getiremeyeceği şeklindeki risk algılamaları, özel sermaye girişlerinde şiddetli bir düşüşe ve bir para krizine yol açabilmektedir.[187]

Borç krizlerinin çözümünde, borçlu ve alacaklı taraflar arasında anlaşmalar, borç yenilemeler olabildiği gibi, uluslararası kurumların kredi imkânları sunması veya ülkenin borcunu ayni olarak da ödeyebilmesi söz konusudur.

---

[186] IMF, Financial Crises: Characteristics And Indicators Of Vulnerability İn Financial Crises: Causes And Indicators, 1998, s. 15.

[187] G. Delice, 2003, s. 61.

3.3.1.4. Sistemik Finansal Krizler

IMF (1998)'in tanımladığı gibi, Sistemik Finansal Krizler (Systemic Financial Crises), finansal piyasaların, etkin bir şekilde işlevlerini yerine getiremeyecek şekilde ciddi bozulmalara maruz kaldığı ve sonucunda da reel ekonomiye büyük ölçekli zarar verdiği bir durum olmaktadır. Bir sistemik kriz, döviz krizini içerebilmektedir. Ancak bir döviz krizi tek başına ödemeler dengesine zarar vermeyebilmektedir. Bu sebeple döviz krizi, sistemik finansal krize eşdeğer olmamaktadır.[188]

Sistemik finansal krizleri, finansal yapıda ortaya çıkan ve finansal yapının, varlıkların değer artışları, kredi bölüşümleri ve ödemeler gibi mühim görevlerini sekteye uğratan ani bir şok olarak da tanımlamak mümkündür.[189]

Sistematik finansal krizlerin kaynağı finansal piyasalarda yaşanan kötüleşmedir. Bu durum ise daha çok ekonomik, sosyal ve politik yaşamın değişkenliğinden kaynaklanmaktadır. Ayrıca sabit döviz kuru, merkez bankalarının bankalar için son ödünç verme mercii olma rolünü sınırlamakta ve ödemeler bilançosu açıklarını bir bankacılık problemine dönüştürmektedir.[190]

Finansal krizler birkaç aşamada ortaya çıkmaktadır. Finansal ve finansal olmayan bilançolarda bozulmanın olduğu başlangıç aşamasını, ikinci aşamada bir para krizi takip etmektedir. Üçüncü aşama, para krizinin bir sonucu olarak ortaya çıkan finansal ve finansal olmayan bilançoların daha ileri bozulmasıdır. Bu aşama ekonominin yıkıcı sonuçları olan tam bir finansal krize girme aşamasıdır. [191]

---

188 IMF, Financial Crises: Characteristics And Indicators Of Vulnerability İn Financial Crises: Causes And Indicators, 1998, s. 14.

189 A. Turgut, 2006, s. 38.

190 O. Bilge, Ekonomik Krizlerin Yoksulluk Üzerine Etkileri, Sosyal Yardım Uzmanlık Tezi. T.C. Başbakanlık Sosyal Yardımlaşma ve Dayanışma Genel Müdürlüğü, Ankara, 2009.

191 F.S. Mishkin, 2001.

Krizlerin oluşum aralığına baktığımızda, gelişmekte olan ülke ekonomilerinde ortaya çıkmış para krizleri, sayca gelişmiş ülke ekonomilerin iki katı kadar olmaktadır. Bankacılık krizlerinin sayısı daha da fazla olmaktadır. Bu iki kriz aynı anda ortaya çıkabilmektedir. Ekonomiye zararları ise; bankacılık krizlerinin zararları reel ekonomiyi durma noktasına getirerek, üretimi ve GSYH'yi ciddi anlamda düşürmesi ve finansal piyasaların yeniden yapılandırılma maliyetini ortaya çıkarmasından ötürü para krizlerine göre daha ağır olmaktadır.[192]

3.4. Euro Bölgesi'nde 2008 Finansal Krizi

Bildiğimiz gibi Euro 2002'de AB'nin tek para birimi olarak tanıtılmıştır. Dünyanın en büyük ticaret bloğunu konsolide etmiş ve dünyanın en güçlü para birimlerinden birini oluşturmuştur. Bununla birlikte, bir dizi çevre ekonomisinde büyük ve sürdürülemez açıklar ve kamu borcu birikimi, kısa sürede Euro Bölgesi'nin canlılığını tehdit ederek genel bir borç krizi başlamıştır. Kriz, eşgüdümlü bir mali ve parasal tepki sağlamak için gerekli siyasi entegrasyonun eksikliğini vurgularken, AB'nin ekonomik bağımlılığının altını çizmiştir.

Euro'dan önce, her bir ülkede birbirinden farklı para politikaları bulunmuştur. Kuzey ülkeleri genellikle düşük enflasyon aramıştırlar. Güney ülkeleri ise tam aksine, enflasyonu borçlarını ödenmek için kullanmıştırlar. Durgun dönemlerden sonra ekonomiyi hızlandırmak, dış ticaretin maliyetini devalüasyona uğratmaktaydı. Sorunları çözebilmek adına ortak bir para birimi olan "Euro" piyasaya sürülmüş ve Avrupa Parlamentosu bu konuda demokratik bir organ olarak işlev görmek için kurulmuştur. Bölgeyi AMB bünyesinde ortak bir para politikası çerçevesinde birleştirmek ve

[192] T. Yay; G. Yay; E. Yılmaz, 2001.

enflasyonu ortak bir ekonomik ve maliye politikası altında birleştirmek yerine, düşük tutmaya odaklanan bu tedbirler, istikrarsız ticaret dengelerini tetiklemiştir. Enflasyon, sistemdeki gerginliği gidermek için bir araç olarak kaldırılmıştır. O zamandan beri, ekonomik rekabet edebilirliği eşitlemek ya da sürdürülebilir, birbirine bağımlı fakat farklı bir ekonomik bölge yaratmak için ciddi bir çaba yoktu. Sonuç olarak, mevcut kutuplaşma krizine yol açan sistemik dengesizlikler büyütmüştür.[193]

EPB kurulduğu zamandan 2009 krize kadar araştırmacılar, ekonomistler tarafından birçok çeşitli eleştirilere rağmen başarılı ekonomik entegrasyon sergilediği kabul edilmiştir. Bildiğimiz gibi, 2008 yılında ABD'de mortgage kredi sisteminin çökmesi ile birlikte dünya ekonomisinde finansal bir kriz yaşanmıştır.[194]

AMB için küresel finansal karışıklık 9 Ağustos 2007 tarihinde başlamıştır. Bu dönemde, şiddetli gerilimler bankalar arası pazarda kendini iyice hissettirmiştir. Ticaret ciddi şekilde bozulmaya başlamıştır. Aslında bu, bir süredir finansal sistemin altında yatan dengesizliklerin ve ciddi zayıflıkların meydana getirdiği bir sonuçtur. Bu gelişmelerin arkasında iki temel etken bulunmuştur: hem reel ekonomide hem de finansal sistemlerdeki büyük dış ve iç dengesizlikler, yeterince düzenlenmemiş finansal araçlar finansal piyasalar ve banka dışı finansal varlıkların çok hızlı bir şekilde ortaya çıkması. Yeni finansal ürünlerin karmaşıklığı, özellikle kötü risk yönetimi, olumsuz teşvikler ve ahlaki tehlike nedeniyle bozulduğunda finansal yeniliklerin içerdiği riskleri doğru bir şekilde değerlendirilmesi zorlaşmıştır. AMB 2006-2007 yıllarının başlarında olduğu gibi, finansal piyasa katılımcılarının, defalarca genel bir yeniden değerlendirme

193 M. Schulz, The European Financial Crisis, Analysis and a Novel İntervention, Hardvard univercity, 2014.

194 Ö. Şanlıoğlu, Avrupa Birliği'nin Yapısal Bir Krizi Olarak Euro Krizinin Nedenleri ve Etkileri Üzerine Bir Değerlendirme, Kırkkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, cilt 6, sayı 2, 2016, s. 100.

ve riskin yeniden fiyatlandırılması için, kendilerini hazırlamaları gerektiği konusunda uyarıda bulunmuştur.[195]

Küresel ekonomiyi 2007 yazından bu yana vuran finansal kriz, savaş sonrası ekonomik tarihte yaşanılan birçok kriz gibi geleneksel bir yapıdaydı. Büyüklüğü ve derecesi istisnai olmasına rağmen, geçmişte benzer finansal stres odaklı durgunluk dönemleriyle ortak özelliklere sahip olmuştur. Hızlı kredi büyümesinin uzun sürmesi, düşük risk primleri, likidite bolluğu, güçlü kaldıraç, artan varlık fiyatları ve gayrimenkul sektöründeki kabarcıkların gelişi krizi başlatmıştır. Aşırı gerileyen kaldıraç pozisyonları, finansal kuruluşları varlık piyasalarındaki düzeltmelere son derece açık hale getirmiştir. Sonuç olarak finansal sistemin nispeten küçük bir köşesindeki (ABD subprime pazarı) bir dönüş, tüm yapıyı devirmek için yeterli olmuştur.[196]

Daha sonra bu kriz 2009 yılından itibaren Euro Bölgesi'nin özellikle güney ülkelerinde (Yunanistan, İspanya, İtalya, Portekiz) kendisini göstermiştir. Bu kriz sayesinde, Euro Bölgesi'nde önceki dönemlerde ihmal edilen yapısal ve makroekonomik pek çok sorun gün yüzüne çıkmıştır. Bütünleşme yönünde elde edilmiş olan kazanımların, krizle birlikte sürdürülmesi tehlikeye girmiştir. 2008 yılında ABD'de başlayan finansal kriz, 2009 yılından itibaren borç krizine dönüşen küresel kriz, AB'de Euro krizi olarak anılmaktadır.[197]

---

195 J. C. Tricht, State of the Union: The Financial Crisis and the ECB's Response between 2007 and 2009, JCMS, 2010.

196 V. A. Beker, The European Debt Crisis: Causes and Consequences, J Stock Forex Trad 3, No.2, 2014.

197 Ö. Şanlıoğlu, 2016, s. 100.

3.5. Euro Borç Krizi

2009 yılından itibaren Euro Bölgesi ülkelerinde yaşanmaya başlanan borç kriz, diğer konjonktürel gerekçelerin yanında daha çok yapısal nitelikli sorunlardan kaynaklanmıştır. Ekonomistler, Euro borç krizinin Avrupa'dan değil, Güney Amerika'dan kaynaklandığını belirtmişlerdi. Ancak Yunanistan ve İtalya, ABD finansal krizinin patlamasından çok önce, 1996 yılından zaten yeterince borçlulardı. Diğer Avrupa ülkeleri bankaları ise, Yunanistan'ın borcunu büyük ölçüde alarak, kendilerini Yunanistan'ın borcuna maruz bırakmışlardı. Bunu yapan ülkeler bu yardımın, risksiz bir yardım olduğunu düşündükleri için, bir hata olarak görmemiştir.

Euro krizi, bölgenin son yıllarda oluşturduğu borçları ödemeye yönelik mücadelesine işaret etmiştir.. Yunanistan, Portekiz, İrlanda, İtalya ve İspanya, değişen derecelerde, tahvil teminatlarını geri ödemek için yeterli ekonomik büyüme sağlayamamışlardı. Bu beş ülke, olası bir temerrüde düşme tehlikesi olan ülkeler olarak görülse de krizin bir bütün olarak AB için geniş kapsamlı sonuçları olmuştur. EPB'nin başlangıçtaki tasarımında yanlış bir şey gözükmemiştir. Kriz, çoğunlukla, egemen borç krizini yaratan, çevredeki çeşitli ülkelerin bu tasarıma, özellikle İstikrar ve Büyüme Paktı'nın mali kurallarına saygı göstermediklerinden kaynaklanmıştır. Mali disiplin, ekonominin aşırı ısınmasına, ücret ve fiyat artışlarının imkânsız rekabet kaybına yol açmasına neden olmuş ve bu durum, ödeme krizlerinin dengelenmesine yol açmıştır. Birincisi, bir üye devletin kriz öncesi antlaşmanın kurallarına saygı duyup duymadığının ve bugünkü finansal piyasalardan getirilerin talep edip etmediği arasında güçlü bir ilişki

bulunmamıştır. İkinci olarak, o an stres altında olan ülkelerde ortak para biriminin ilk yıllarında genel devlet borcunda bir artış görülmemiştir. [198]

Portekiz, Yunanistan, İtalya ve İspanya, (PIGS) krizin ekonomisinin birçok sektöründe ciddi olarak hissedildiği AB ülkelerinin en başında gelmiştir. Euro Bölgesi bu ülkeleri, yüksek işsizlik oranlarına, siyasi ve ekonomik sistemlerinde istikrarsızlığa ve bu ülkelerdeki politik sistemlerde uzun vadeli istikrarsızlığa neden olan sorunlarla bağlantılı bir geçmişi paylaştığı için gruplaşmıştır. Etkilenen ülkeler üzerinde bulunan ulusal borç krizinin, önemli etkilerinden biri de uluslararası sermaye piyasalarından dışlanmasıydı. Şu anda, pek çok yatırımcı, yüksek ulusal borcu olan ve mevcut borçları temerrüde düşme ihtimaliyle karşı karşıya olan ülkelere yatırım yapmak konusunda isteksizlerdir. Yaşanan ulusal borç krizi, bankacılık sektörünü ve genel olarak ekonomiyi de etkilemektedir. Özel sektördeki şirketler, normalde kârlı projelerin uygulanmasına yönelik olarak bankalardan fon alamayacakları için, bankaların finansmana erişimi olmayacak ve ekonomik üretkenlik büyük ölçüde azalacaktır. Bu, işten çıkarmalara ve işsizlik oranlarında artışa neden olmaktadır. PIGS ülkeleri, büyük oranda borçlanmışlar. Bazıları ortalama GSYİH performansının üstünde olmasına rağmen, yüksek ekonomik borçları AB için bir yük olmaya devam etmektedir.[199]

Euro Bölgesi'nde 2010 yılında ortaya çıkan borç krizini çözmekte olan Avrupa Parasal Birliği'nin para ve maliye politikaları etkili olmamıştır. Kriz genel olarak, Maastricht Antlaşması'nın bir parçası olan İstikrar ve Büyüme Paktı'ndaki belirli amaçları gerçekleştirmek için, bütçe açıklarında aşırıya kaçılmıştır ve durumda hükümetler sorunlu tutulmuştur. Hükümetin borç oranları ve bütçe açığı oranlarına odaklanırken, özel sektörün aşırı borç oranları ihmal edilmiştir. Özel sektörde

198 V. Constâncio, The European Crisis and the role of the financial system, Bank of Greece conference, 2013.

199 A. O. Fathi, A Study on the Sovereign Debt Crisis in Europe, The British Univercity in Dubai,2014, s. 20.

bankacılık krizi meydana geldiğinde, özellikle İrlanda ve İspanya gibi ülkelerde hükümetler, özel sektörün borcunu üstlenerek bu bankaları borçtan kurtarmıştır. Kriz sonrası borç/GSYİH oranları artmıştır. Örneğin, İrlanda ve İspanya'da yapısal bütçe açığı Euro Bölgesi'ne oranla daha düşüktü ve bu ülkelerde özel sektör borç krizinin esas nedenini oluşturmuştur.[200]

Tablo 9'da, seçilen bir grup ülke için 2007 ile 2010 yılları arasındaki devlet borçlarının evrimini gösterilmektedir. Birincisi, şu anda yüksek oranda borçlu olan ülkelerin bir kısmının, 2007 sonuna kadar Maastricht'in GSYİH' in yüzde 60'ının sınırını aşmadığı şeklinde kaydedilmiştir. İkincisi, Yunanistan, İrlanda, Belçika, İspanya ve İtalya'nın kamu borçlarının GSYİH'ye oranlarına, 2001'de olduğu gibi 2007'de de neredeyse aynı kalmıştır. Bu, Euro'nun devreye sokulması ve hükümetlerin borçlanmalarını, büyük ölçüde arttırmaya teşvik eden faiz oranlarındaki düşüş fikriyle çelişmektedir. Öte yandan, Yunanistan, İtalya, Portekiz, Belçika ve Macaristan, Amerikan alt-finansal krizinin başladığı 2007'deki Maastricht limitinin yüzde 60'ını aşmıştır. Bununla birlikte, 2007 ile 2010 yılları arasında en yavaş yükselen hükümet borç / GSYİH oranları paylaşılmıştır. 1996'ya kadar, yani Euro'nun başlamasından önce İtalya, Yunanistan ve Belçika zaten borçlu ülkelerdi. Bu nedenle, borç sorunlarının 2007'den önce var olduğu belirtilmiştir.[201]

[200] A. Yavuz; C. Şataf, Avrupa'da Borç krizi ve Çözüm Arayışları, İİBF Dergisi, Cilt XV, Sayı II, Afyon Kocatepe Üniversitesi, 2013.

[201] V. A. Beker, 2014.

Tablo 9. 2007-2010 Yılları Arasında AB Ülkelerinin Devlet Borçlarının Evrimi

ÜLKELER	*2007*	*2008*	*2009*	*2010*
AB (27 ülke)	59,00	62,5	74,7	80,1
İrlanda	24,8	44,2	65,2	92,5
İzlanda	28,5	70,3	87,9	92,9
Romanya	12,8	13,4	23,6	31,0
İngiltere	44,4	54,8	69,6	79,9
İspanya	36,2	40,1	53,8	61,0
Portekiz	68,3	71,6	83,0	93,3
Yunanistan	107,4	113,0	129,3	144,9
Macaristan	67,0	72,9	79,7	81,3
İtalya	103,1	105,8	115,5	118,4
Belçika	84,1	89,3	95,9	96,2

Kaynak: *Eurostat*

Avrupa borç krizi, Avrupa'nın krizden önceki inşa ettiği borcu ödemek için verdiği mücadeleden kaynaklanmıştır. Yunanistan, Portekiz, İtalya ve İspanya, çeşitli derecelerde bondholders ödemek için, yeterli ekonomik büyüme elde etmekte başarısız olmuşlardı. Dünya ekonomisi, aynı zamanda, Avrupa'daki ülkelerin sürdürülemez mali politikalarını ilk ortaya çıkaran 2008-2009 ABD finansal krizinden bu yana, yavaş bir büyüme yaşamıştır. Yıllarca mali reformları üstlenemeyen Yunanistan, zayıf büyümenin etkisini ilk hissedenlerden biri olmuştur. Bir ülke, büyüme yavaşlarsa, kamu harcamaları dışında alınan diğer şeylere makbuz kesmemektedir. Ülkeler, nispeten olgunlaşmakta olan bir kredinin sermayesini hemen yeniden finanse etmeden ödemiştir. Yatırımcılar sermayelerinin riskinin arttığını düşünürlerse daha fazla verim talep edeceklerdi. Bu işlem pozitif geri beslene ve varsayılanın olasılığını artırabilmektedir.

2009 sonbaharında, Yunan hükümeti, kamu borcunun ve ülkenin açığının, daha önce bildirilmiş olandan çok daha yüksek olduğunu ortaya koymuştur. Bu duyurudan sonra, mali piyasalar ülkenin kamu borcuna hizmet etme yeteneğine olan güvenini yitirmiştir. Böylece, Yunanistan'ın kredi borcu düşmüştür. Yunanistan'daki yüksek borç krizi, AB'deki diğer ülkeleri endişelendirmiştir. Yunanistan'da yapılan Atina Olimpiyatlarının aşırı şişirilmiş beklentileri nedeniyle, yüksek borçlar almıştır. Bu borçlar aşırı harcamaya neden olmuştur. Ama beklentiler beklenti olarak kalmıştır. Ekonomik sıkıntıların keskin olduğu bu ülkelerde, ortak iki unsur bulunmuştur. Bunlardan birincisi, büyük borçlar, ikincisi ise, yavaş büyüyen GSYİH. Bu iki ana sorunu çözmek, egemen borç kriziyle ilgili sorunların hafifletilmesini sağlamıştır. .[202]

Bu sorunlar, GSYİH'yi artırmak ve bu ülkelerdeki ekonomi piyasalarını canlandırmak için destek politikaları başlatılarak çözülebilmiştir. Bu ülkelere yapılan yardım politikalarının başlatılması ile ülkelerin hem kamu hem de özel sektörlerinin büyümesine ve aynı zamanda yabancı yatırımların buraya yatırım yapmasına sebep olmuştur. Bundan dolayı AB ve AMB bu ülkelerin krizden kurtarılması veya daha fazla ekonomilerinin gerilememesi için bazı politikalar yürütmüşler. Bunun için ortak para birimini kurtarmaya yönelik tedbirler uygulanmıştır. Bu EPB'nin tabiatını değiştirmiştir. Euro Bölgesi'nde aynı zamanda daha fazla makroekonomik entegrasyona yol açmıştır.

Euro krizi ile mücadele sürecinde yeni kurumlar oluşmuş, böylece hâkim geleneksel güç ilişkileri değişmeye başlamıştır. Euro Bölgesi merkez kurumları Euro kriziyle mücadele sürecinde tahminlerin ötesinde güç elde etmiştir. Kriz yönetimi üye hükümetlerin gücünün artmasına neden olmuştur. Güç ilişkilerindeki değişim sadece üye ülkelerinde değil, AB'nin diğer organlarında da ulusal yöneticilerin lehine

[202] A. O. Fathi, 2014, s. 23.

yetkilerin genişlemesine yol açmıştır. Euro krizi, tüm devlet ve hükümet başkanlarının yer aldığı Avrupa Konseyi'nin gücünü artırmıştır. Ayrıca Euro Bölgesi'nin kuruluşundan itibaren karşılaşmış olduğu kurumsal eksikliklerin tespit edilmesi ve krizle mücadeleye yönelik kurtarma girişimleri mevcut sorunlara rağmen bir şans olarak değerlendirilebilmektedir. Sorunlarla mücadele edilirken kuşkusuz Euro Bölgesi'nin krizlere karşı daha dayanıklı olması sağlanacaktır.[203]

3.6. AMB'nin Euro Krizine Cevabı

İstikrarlı ekonomik koşullar altında ve düzenli piyasa koşullarında, merkez bankaları amaçlarını nispeten kolay, en azından teorik olarak yönetmelidirler. Para politikasının yürütülmesi, altta yatan tüm ekonomik ve parasal değişkenlerin kesin olarak bilindiği sürece oldukça basittir. Mali bir kriz varken sorunlar ortaya çıkmakta ve ne yazık ki finansal tarih boyunca karışıklık dönemleri birbirini takip edebilmektedir.

2007'de başlayan ve 2008'de finansal krize dönüşen küresel finansal karışıklıkta, AMB, finansman koşullarını iyileştirmek ve Euro Bölgesi ekonomisine olan kredi desteğini artırmak için cesur bir şekilde harekete geçme kapasitesini doğrularken, orta vadeli fiyat istikrarının korunması için birincil yetkisiyle tamamen uyum içinde kalmıştır. AMB ayrıca dünya üzerindeki diğer merkez bankaları ile yakın iş birliği içinde çalışmıştır.

AMB'nin bu olumsuz gelişmelere verdiği cevap cesur ve hızlı olmuştur. 9 Ağustos 2007'de, o sırada geçerli olan ana refinansman oranında, Euro Bölgesi bankalarına teminat karşılığında gecelik kredi olarak 95 milyar € sağlanmıştır. Gece boyunca dört ince ayar operasyonunun ilki olan bu operasyon, sabit bir oranda gerçekleştirilmiştir.

[203] Ö. Şanlıoğlu, 2016, s. 111-112.

AMB'nin bir yıl sonra ne yapacağı öngörülmüştür. Sonuç olarak, Euro Bölgesi para piyasasının kısa vadeli bölümündeki gerilimler önemli ölçüde azaltılmıştır.

Finansal kargaşa sırasında AMB'nin verdiği yanıtta iki özellik dikkat çekmiştir:[204]

- Birincisi, tüm önlemler, Eurosystem'in mevcut operasyonel çerçevesi içerisinde alınmıştır. Bu çerçeve, kısa vadeli para piyasası oranlarını AMB'nin ana refinansman oranıyla uyumlu hale getirmek için yeterince esnek ve güçlü olduğunu kanıtlamıştır. Euro Bölgesi ülkelerinde EPB'den önce hâkim olan ulusal çerçevelerin çeşitliliğini yansıtmıştır.
- İkinci olarak, para politikası operasyonları, kısa vadeli para piyasası faiz oranlarını para politikası kararlarıyla belirlenen seviyeyle uyumlu tutmuştur.

AMB'nin krize yanıtı, standart ve standart dışı önlemler olmak üzere iki tür önlem içermektedir. AMB'nin uyguladığı standart dışı para politikası önlemleri şunlardır: uzun vadeli refinansman operasyonları, Kapalı Tahvil Alım Programı, Menkul Kıymet Piyasaları Programı ve Kesin Para Fonu için, sabit oranlı tam tahsisat prosedürü. Para politikasının standart tepkisi, daha olumlu bir makroekonomik görünüm ve fiyat istikrarına yönelik aşağı yönlü riskler nedeniyle kilit faiz oranlarını aşağıya çekmiştir. Kısa vadeli faiz oranları, Euro Bölgesi'nde artık sıfıra yakın ve genel olarak finansman koşulları, Euro Bölgesi'nde bir bütün olarak oldukça elverişli olmuştur. Aynı zamanda, standart para politikası eylemi yetersiz olarak değerlendirilmiştir. Çünkü kriz sırasında ve özellikle 2010'dan itibaren, para politikası iletim mekanizmasının faiz oranı kanalı bozulmuştur. Başlangıçta bankalar arası piyasa işlevsizdi. Bu sorun karşısında, AMB, para politikası dürtülerini düzgün bir şekilde aktarmaya yönelik standart dışı önlemler dizisi ile borç verme işlemleri arasında tam bir tahsisli sabit faizli ihale prosedürü, daha

[204] J. C. Trichet, 2010.

uzun vadeli likidite sağlanması ve Merkez Bankası likiditesini almak için teminat görebilecek varlık setinin genişletilmesini hayata geçirmiştir.[205]

3.6.1. Krizden Kurtulma Mekanizmaları

Euro Bölgesi'ni ve Euro'yu krizden kurtarmak basit bir iş değildi. Yüksek kamu açıklarına yanıt olarak, Yunanistan ve İspanyol hükumeti Şubat 2010'da kemer sıkma planlarını açıklamıştır. Planlar da yeterli olmamıştı ve Yunanistan'ın durumu hala tehlike altındaydı. Euro Bölgesi'nden ekonomik yardım istemiştir. EPB ülkeleri, borçlarını ödeyebilmeleri için Yunanistan'a ikili krediler sağlamayı kabul etmişlerdi.[206] 2011 yılında AB, zor durumdaki ülkelere maddi yardım sağlamak ve bankaları yeniden sermayeleştirecek borçlanma araçları veren, Avrupa Finansal İstikrar Mekanizması (EFSM) ve Avrupa Finansal İstikrar Fonu (EFSF) gibi yeni kurumlar kurmuştur. Bu geçici mekanizmalar, 2012'de Avrupa İstikrar Mekanizması (ESM) ile değiştirilmiştir. Yunanistan, 2011 yazında ikinci kez kefaletle kurtarılmıştır. Yunanistan'ın borcunun yeniden yapılandırılmasıyla ilgili bir kurtarma gerçekleştirilmiş ve ülke üçüncü bir kurtarma programına kavuşmuştur. Aynı zamanda Yunanistan mali yardıma ihtiyacı olan tek ülke değildi. İrlanda ve Portekiz de Mayıs 2011'de mali yardım almıştır. Bankaları Yunan krizine maruz kalan Kıbrıs da Mart 2013'te kredi almıştır. Aralık 2013'te İrlanda, bir mali yardım programından sağlam çıkan ilk ülke olmuştur. AMB'nin siyasi olarak bağımsız organ olduğu bilinmektedir. Asıl görevi Euro Bölgesi'nde fiyat istikrarı sağlamaktır. 2012 yılında AMB genel başkanı Mario Draghi görev süresince, AMB, Euro'yu krizden korumak için ne gerekiyorsa yapmaya hazır olduğunu belirtmiştir. AMB, Euro Bölgesi'nin ekonomik faaliyetini ilerletmek için

[205] P. Praet, The crisis response in the euro area, 2013.

[206] R.Baldwin; C. Wyplosz, The Economics of European Integration, forth edition, 2012.

birkaç defa faiz oranını belirlemiştir. İlk kez faiz oranı Haziran 2014'te negatif değer göstermiştir.[207] Faiz oranı Euro Bölgesi'ndeki 19 üyenin hepsinin ihtiyaçlarını karşılamak durumundadır. AMB, "uygun bir para politikası iletimini ve para politikasının tekliğini" güvence altına almak için, ikincil tahvil piyasalarında devlet yükümlülüklerini almalarını ve müdahaleleri mümkün kılan geçici Menkul Kıymet Piyasaları Programı'nı (SMP) Mayıs 2010'da uygulamaya koyduğu görülmüştür.[208] Bu nedenle, AMB Yunanistan, İrlanda ve Portekiz tahvillerini satın almıştır.[209] Ancak, programı Eylül 2012'de Kesintisiz Para İşlemleri (OMT) Programı almıştır. Son olarak Draghi, Ocak 2015'ten Eylül 2016'ya kadar sürecek niceliksel bir genişleme programı başlatmıştır. Egemen tahvil alımında ortaya çıkan sınırlamalar, programın AMB'nin siyasi bağımsızlığını etkilememesi ve parasal finansmana neden olmamasını amaçlamıştır.[210]

3.6.2. Kamu Maliyesinin Güçlendirilmesi

AB'nin krize tepkisinin diğer kısmı, kamu maliyesinin güçlendirilmesidir. Euro'nun getirilmesinden önce İstikrar ve Büyüme Paktı (SGP), kamu borcunun ve açıklarının sürdürülemez hale gelmeyeceğine dair güvence sağlaması amaçlanmıştır. Yeni anlaşmalar kamu maliyesine ilişkin kuralların uygulamasını genişletmiştir. 2011'de tanıtılan Avrupa dönemi, komisyona ulusal bütçe planlarını denetleme hakkını vermiştir. Makroekonomik koordinasyonun geliştirilmesini amaçlayan öneriler yayınlanabilmiştir. Bunlar AB Konseyi tarafından kabul edilmeliydi. Ancak Avrupa

[207] D.Hodson, Eurozone Governance: Deflation, Grexit 2.0 and the Second Coming of Jean- Claude Juncker, JCMS, 2015, s. 1.
[208] European Central Bank, Press release. Technical Features of Outright Monetary Transactions, 2012.
[209] H. W. Sinn, The Euro Trap. Oxford: Oxford University Press, 2014.
[210] C. Grégory; L. Álvaro; M. Allison, European Central Bank quantitative easing: the detailed manual, Bruegel, 2015.

dönemi, şeffaflık ve meşruiyet eksikliği nedeniyle eleştirilmiştir. Ayrıca Mart 2011'de, yapısal reformları uygulayarak rekabet edebilirliği, istihdamı ve finansal istikrarı artırmayı amaçlayan Euro Plus Paktı kabul edilmiştir. Bu pakt, Aralık 2011'den itibaren İki paket ve Mali yasa[211] ile güçlendirilmiştir. Bunlardan birincisi, borç kurallarını çiğneme tehlikesiyle karşı karşıya olan ülkeler için gözetim mekanizmalarını güçlendirmektir. İkincisi ise, bir borç freni başlatarak mali disiplini güçlendirecek ve her ikisi de sürdürülebilir bir borç seviyesini garanti altına alacaktı.[212] Son olarak Avrupa Bankacılık Birliği (ABB)[213] kurulmuştur. ABB, bankacılık sektörünün gözetiminden sorumlu bir kurum olarak kurulmuştur. Bunlar daha fazla entegrasyona yol açan adımlar olarak gözükmüştür. Ancak AMB'nin tamamlanması için Avrupa kurumlarının başkanları tarafından çeşitli tamamlayıcı önlemler önerilmiştir.[214]

3.7. Krizden Çıkan Dersler

AB'deki kriz, 2008 ile 2011 yılları arasında küresel durgunluğa neden olan bir dizi olayın sonucu olmuştur. Ekonomik ve finansal piyasalardaki tedbirsiz borçlanma ve borç verme öncelikle ABD'den başlamıştır. Bazı ülkelerde, aşırı borçlanmaya neden olan aşırı harcamalar, ödenmemiş borçların ortaya çıkması ile ekonomide riski giderek artırmıştır.

2009 yılının üçüncü çeyreğinden bu yana, bir depresyondan kaçınan ve mütevazı bir büyüme sergileyen Euro Bölgesi ekonomisi, 2010 yılında ılımlı bir artış kaydetmiştir. Aynı zamanda o dönemde uluslararası çevre hala belirsizdi ve ileri dönemlerde yeni

[211] Hükumetler arası maliye sözleşmesi olmaktadır.
[212] D. Zsolt, The Euro crisis: Ten roots, but fewer solutions, Bruegel, 2012.
[213] Bankacılık Birliğinin yaratılmasına yönelik motivasyonlar, bir bankanın kredi notu ile ilgili ülkelerin kredi notu ile Euro Bölgesi içindeki bankaların yüksek entegrasyonu arasındaki sıkı bağ olmaktadır.
[214] J.C. Juncker, D. Tusk, M. Schulz, Completing Europe's Economic and Monetary Union, 2015.

zorluklar çıkabilirdi. AMB, bilinçli bir uyanıklık içinde hareket etmeye hazırdı. Bu kriz, küresel finansal sistem düzeyinde sistemik riskler konusunda çok yoğun bir şekilde çalışmak zorunda olduğunu da göstermektedir. Sistemik risk, finansal sistemdeki gelişmelerin bu sistemin ele geçirilmesine veya bozulmasına neden olabileceği ve reel ekonomiye büyük zararlar verebileceği tehdidini oluşturmuştur. Bu tür gelişmeler, zaman içinde biriken içsel dengesizliklerden, büyük bir beklenmedik olaydan, büyük ve birbirine bağlı kurumların başarısızlığından kaynaklanmıştır.[215]

Finansal krizden çıkan en önemli ders, fiyat istikrarının finansal istikrarı garanti etmediği yönündedir.[216] 2008/2009 krizi ayrıca, fiyat istikrarının gerekli olduğunu, finansal istikrar için yetersiz bir önkoşul olduğunu göstermiştir. Aynı zamanda, finansal istikrar, merkez bankasının, fiyat istikrarını sağlamak için iletim mekanizmasının düzenli bir şekilde çalışmasını sağlamaya yardımcı olmuştur. Bu bağlamda, para ve kredi toplamlarındaki gelişmelerin düzenli olarak derinlemesine analizi ve bunların finansal eğilimlerle etkileşimi esastır. Özellikle, para ve kredi gelişmelerine iki sütunlu para politikası stratejisinde önem vererek, AMB'nin parasal analizi zor zamanlarda çok değerli olduğunu kanıtlamıştır. Finansal istikrarın olası riskleri ile ilgili unsurların dikkate alınabileceği bir kanal sağlamıştır. Uygulanan para politikası, fiyat istikrarına yönelik riskleri tespit etmekle kalmamış, aynı zamanda aşırı para ve kredi büyümesinin varlık fiyatlarındaki hatalardan kaçınma risklerine yol açabileceği durumlarda da bulunmamıştır. Böyle bir yanlış hizalama tersine döndüğünde, fiyat istikrarı ekonomi için ciddi riskler oluşturabilmektedir. Finansal krize kararlılıkla tepki veren AMB, güvenilir bir istikrar ve güven çapası olarak kalmaya devam edebilecektir.[217]

---

215 J. C. Trichet, 2010.

216 C.A.E. Goodhart, Lessons for monetary policy from the euro-area crisis, The crisis in the Euro Area, Special Conference Paper, 2013.

217 J. C.Trichet, 2010, s. 18.

SONUÇ

Bu çalışmada, AMB'nin kurulduğu günden bugüne kadar, Euro Bölgesi üzerinde fiyat istikrarlandırıcı rolünün ne durumda olduğu tartışılmıştır. Çalışmamda da belirttiğim gibi, AMB'nin temel amacı Euro Bölgesi üzerinde fiyat istikrarının sağlanmasıdır.

Avrupa'da 1957 yılında, Roma Antlaşmaları ile Avrupa Bütünleşme hareketi başlatılarak AB yaratılmıştır. 28 ülkeden oluşan AB'nin kurulması ile bu ülkeler arasında malların, hizmetlerin, sermayenin ve kişilerin serbest dolaşımı sağlanmıştır. Daha sonra, bu ülkeler arasında ortak para birimi yaratılmış ve EPB'nin kurulması kararı alınmıştır. Bu birliğin kurulması için birkaç defa rapor hazırlanmıştır. Ama bu raporlardan en çok destekleneni Werner Raporu'ydu. Bu raporda üye ülke para biriminin dalgalanma marjının daraltılması, finansal piyasaların entegrasyonu, sermayenin serbest dolaşımının sağlanması, para birimin geri dönülemez şekilde sabitlenmesi ve tek para biriminin kullanılması kararları alınmıştır. Ama Werner Raporunun önerileri hiçbir zaman uygulanmamıştır.

Daha sonra 1988 yılında, ulusal paraların geri döndürülemez şekilde konvertibilitesinin sağlanması, sermaye hareketlerinde serbest dolaşım ile finans sektörünün bütünleşmesine yönelik düzenlemelerin yapılması ve ulusal paralar arasında kurların sabitlenmesi koşullarına sahip olan Delors Raporu hazırlanmıştır. Delors Raporu üç aşamalı olarak uygulamaya konulmuştur. 1992 yılında Maastricht Antlaşmasıyla EPB sürecine geçiş gerçekleştirilmiştir. Bu antlaşmada üye ülkelerin

uygulaması gereken kriterler belirtilmiştir. 1999 yılında, AB artık tek para sistemini gerektiren EPB sürecini başlatmış bulunmuştur.

2002 yılında Euro'nun yürürlüğe girmesiyle, on bir AB ülkesi EPB'yi oluşturmuşlardı. EPB'ye üye olan ülkeler, ulusal para birimlerinden vazgeçerek, ortak para birimi olarak "Euro" kullanmaya başlamışlardı. Birlikteki ülkeler, ulusal parasal yetkilerini uluslarüstü kuruma, yani AMB'ye devretmişlerdi. Bu sayede EPB ülkelerinde tek bir para ve döviz kur politikası uygulanmaya başlamıştır. 2002 yılının şubat ayından itibaren ise Euro banknotları ve madeni paraları Euro Bölgesi ülkelerinde tek yasal ödeme aracı haline gelmiştir. Ama maliye politikaları ulusal düzeyde idare edilmemiştir.

AMB "Alman modeli" olarak bilenen bankacılık modelini uygulamaktadır. Bu modelin temel özelliklerinden birincisi fiyat istikrarı, ikincisi ise merkez bankasının politik olarak bağımsız olmasını sağlamaktır. Bundan dolayı AMB'nin birinci hedefi ve görevi Euro Bölgesi'nde fiyat istikrarını sağlamak ve Euro'nun alım gücünü korumak olmuştur. Bu hedef doğrultusunda AMB'ye yardımcı olan, Guvernörler Kurulu, Yönetim Konseyi ve Genel Konsey gibi kurumlar bulunmaktadır. AMB kurulduğu günden itibaren güçlü, yetkin ve bağımsız bir kurum olma itibarını oluşturmaya çalışmıştır. O günden itibaren AMB, Euro Bölgesi'nde para politikasının sorumluluğunu üstlenmiştir. ABD'den sonra dünyanın ikinci büyük ekonomik bölgesi olmuştur. AMB Euro Bölgesi'nde fiyat istikrarını sürdürmek için tasarlanmış sağlam para politikasıyla dünya çapında yüksek derecede güvenirliğe sahip olmuştur.

AMB Guvernörler Konseyi 1998 yılında, fiyat istikrarının nicelik tanımına imza atarak, fiyat istikrarının Euro Bölgesi için HİCP yıllık yüzde 2'nin altında bir artış olduğunu belirtmiştir. 2003 yılında bu tanım orta vadede yüzde 2'ye yakın tutulması belirtilmiştir.

Fiyat istikrarı merkez bankalarının ana hedefi olarak belirtilmiştir. Ama finansal istikrarın sorumluluğu hükümet sektörüne verilmiştir. Bu iki gösterici arasında geleneksel bilgeliği açıklayan hiçbir teori bulunmamaktadır. EPB'de banka işlemlerinin vakit kaybetmeden yapılması için ödemeler sistemi olan TARGET1 ve TARGET2 yaratılmıştır. Bu sistem tek para politikasının yürütülmesini kolaylaştırmaktadır.

Ülkeler arasında tam entegrasyon olduğunda, ortak bir para birimi avantajlı bir durum olarak görülmüştür. Euro'nun asimetrik şokların varlığı içinde sigorta mekanizması olarak işlev görmesi, ülkeler arasında finansal piyasaların bütünleşmesi için önemli olmuştur.

EPB'nin kurulmadan önce, Avrupa'da enflasyon değerleri yüksek oranlardaydı. Ama Euro Bölgesi'nde para politikasının ana hedefi olan fiyat istikrarına odaklandıktan sonra, enflasyon oranı istikrarlı bir şekilde gerilemeye başlamıştır. Enflasyonun yükselip azalmasına faiz oranları, bütçe açıkları ve döviz kuru esas etki gösteren değişkenlerdir. Döviz kuru, enflasyon, faiz oranlarının ve bütçe açığının yüksek oranlarla bulunması, refah düzeylerinde azalmalara ve gelir dağılımında bozulmalara yol açmıştır. Yani, ekonominin iç dengesi ile dış dengesi arasında nispi denge ilişkisi bulunmuştur. Euro Bölgesi'nde enflasyon oranları 1999-2007 yılları arasında yüzde 2'ye yakın olduğu gözlemlenmiştir. Ama 2008-2012 yılları arasında enflasyon oranlarının saptığı görülmüştür. Bunun da nedeni, finansal krizin ortaya çıkması ve petrol fiyatlarının yükselmesi olmuştur. 2014 yılından itibaren petrol fiyatlarının düşmesi sonucunda, Euro Bölgesi'nde enflasyon oranları da düşmeye başlamıştır. 2012-2017 yılları arasında enflasyon, beklenen hedeften daha aşağı değerlere düşmeye devam etmiştir. Mali dengesizlikler, iktisadi aktivitenin yavaş toparlanması, borç ve kredi koşulları ve işsizlik, enflasyon oranlarının hedefin altına düşmesine neden olmuştur.

Euro Bölgesi oluşturulduğu günden itibaren, enflasyon farklılıkları tartışılmıştır. Yüksek enflasyon farklılıkları nedeniyle, AMB enflasyon açıklığına daha isteksiz olmuştur. Çünkü genel enflasyonla mücadele çok zorlu bir süreç olmaktadır.

Bildiğimiz gibi, AB üye ülkelerinin hepsi Euro Bölgesi'ne katılmamıştır. Bu ülkelerin bazıları kendi nedenlerinden, bazıları ise Maastricht kriterlerini karşılayamadıklarından Euro Bölgesi'ne katılmamıştır. Ama Euro Bölgesi ülkelerinde olduğu gibi, Euro Bölgesi dışındaki AB üye ülkelerinin de temel hedefi, fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Euro Bölgesi ülkeleri ile Euro Bölgesi dışındaki ülkelerin enflasyon oranlarını karşılaştırdığımızda, Euro Bölgesi dışındaki AB üye ülkelerinin enflasyon oranlarında ciddi bir istikrarsızlık görülmektedir. Yani Euro Bölgesi dışındaki ülkelerde, enflasyon oranları hedefin çok üzerine çıkmaktadır. Euro Bölgesi dışındaki AB üye ülkelerinin, enflasyon oranlarının böyle istikrarsız hareketinin ve hedefin üzerine çıkma nedenleri, yüksek enerji fiyatları, sıkışık iş gücü piyasası, doların değer kaybetmesinden kaynaklanan düşük enerji fiyatları, dolaylı vergilerin düşürülmesi, petrol fiyatlarının artması ve döviz kur gelişmeleri neden olmuştur.

2008 finansal krizine kadar, Euro Bölgesi kurulduğu günden itibaren böyle bir krizle karşılaşmamıştır. Kaynağı ABD'de Lehman başarısızlığı ile başlayan finansal kriz, daha sonra Yunanistan'da başlamış, ardından diğer Euro Bölgesi ülkelerine borç krizi olarak ilerlemesiyle, Euro Bölgesi ve AB'nin diğer ülkelerini ciddi kriz sınavı ile karşı karşıya bırakmıştır. Borç krizi, kurulan Euro Bölgesi'nin yapısal eksikliklerinin ve makroekonomik sorunlarının olduğunu ortaya çıkarmıştır. Aslında, bu sorunların var olduğu EPB'nin başlangıcından itibaren bilinmiştir. Ama o zaman için dikkate alınacak kadar ciddi sorunlar olarak gözükmemiştir.

Euro borç krizinden en çok etkilenen ülkeler Yunanistan, İrlanda, İtalya, Portekiz ve İspanya olmuştur. AB üye ülkeleri arasında yüksek kamu borçlarına sahip

olan ülkeler iflas edecek duruma gelmişlerdi. Yüksek kamu borçlarına sahip ülkelere uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarından arka arkaya düşük not verilmesi bu ülkelerin ekonomik itibarını sarsmaktaydı.

Euro borç krizi probleminin temelini, Euro Bölgesi'nde yapısal olarak zayıf birkaç AB üye ülkesinin hızla artan kamu borçları oluşturmuştur. Bu borçlar nedeniyle zayıf AB üye ülkeleri iflasın eşiğine gelmiştir. Hatta Yunanistan, Atina Olimpiyatlarında iyi bir gelir elde edeceklerine dair beklentileri artırarak, daha çok borç altına girmiştir. Tabii ki bu beklentiler beklenti olarak kalmıştır ve istenilen sonuç gerçekleşmemiştir. Borçlarını ödeyemediğinden dolayı da Yunanistan'ın ekonomi durumu endişe edilecek seviyelere düşmüştür.

Aynı durum, diğer kamu borçları yüksek olan ülkeler içinde geçerlidir. AB'nin diğer üye ülke bankaları, Yunanistan'ın bu zor durumdan kurtarılması için, borçların büyük bir kısmını üzerlerine almışlar ve bu durumun kendileri için tehlikeli bir durum olacağını düşünmemişlerdir. Ama aslında, onların iyi niyetle yapmış oldukları bu hareket yanlıştı. Çünkü finansal kriz zayıftan güçlüye doğru tüm dünya ekonomilerini etkilemiş ve bu ülkeler, böyle bir durumdayken, başka bir ülkenin borçlarının büyük bir kısmını üstlenerek kendi ekonomisini riske atmışlardı.

Euro krizi ile mücadele sürecinde yeni kurumlar oluşmuştur. Euro Bölgesi merkez kurumları Euro kriziyle mücadele sürecinde daha fazla güç elde etmiştir. Kriz yönetimi üye hükümetlerin gücünün artmasına neden olmuştur. Güç ilişkilerindeki değişim sadece üye ülkelerinde değil, AB'nin diğer organlarında da ulusal yöneticilerin lehine yetkilerin genişlemesine yol açmıştır. Euro krizi, tüm devlet ve hükümet başkanlarının yer aldığı Avrupa Konseyi'nin gücünü artırmıştır. Ayrıca Euro Bölgesi'nin kuruluşundan itibaren karşılaşmış olduğu kurumsal eksikliklerin tespit edilmesi ve krizle mücadeleye yönelik kurtarma girişimleri mevcut sorunlara rağmen bir

şans olarak değerlendirilebilir. Sorunlarla mücadele edilirken kuşkusuz Euro Bölgesi'nin krizlere karşı daha dayanıklı olması sağlanmıştır.

Euro Bölgesi ekonomisini iyileştirmek ve AB ülkelerini finansal krizden kurtarmak için, AMB cesur ve hızlı bir şekilde harekete geçmiş, ülkelere kredi desteğini artırmıştır. AMB, krizle mücadelede standart ve standart dışı önlemler almıştır. Fiyat istikrarını istikrarlı bir şekle getirmek için kilit faiz oranlarını aşağıya çekmiştir. Aynı zamanda para politikası iletim mekanizmasının faiz oranı kanalının bozulması nedeniyle, standart para politikası eylemi yetersiz kaldığı için standart dışı para politikası uygulamıştır.

Euro Bölgesi ülkelerinin, kamu borçlarının azaltılması için kemer sıkma planı uygulanmıştır. Ama buna rağmen, Yunanistan tehlike altında olmaya devam etmiştir. Krizden çıkamayan AB ülkeleri için tekrardan, Euro Bölgesi ülkeleri tarafından ikili krediler sağlanmıştır. Yunanistan başta olmak üzere, İrlanda, Portekiz ve Kıbrıs da mali yardım almışlardır.

Daha sonra Euro Bölgesi'nde malî istikrarın korunmasına yönelik olarak çeşitli kriz mekanizmaları oluşturulmuştur. Finansal krizden sonra fiyat istikrarının finansal istikrarı garanti etmediği belirtilmiştir. AMB finansal krize kararlıkla tepki vermiştir. AMB Euro bölgesinde fiyat istikrarının sağlanması için bir güven çapası olarak görev yapmaya devam etmektedir.

ABDULLAZADE, Müjgan*, Avrupa Merkez Bankası'nın Euro Bölgesi üzerinde fiyat istikrarlandırıcı rolü*, 147 s.

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Berrin Ceylan ATAMAN

Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2018

ÖZET

Bu çalışmada AMB'nin Euro Bölgesi üzerindeki fiyat istikrarlandırıcı rolü tartışılmaktadır. Çalışmada AB'nin, EPB' in AMB' in ve nihayet Euro'nun piyasaya sürülmesi ele alınmıştır.

Bu kapsamda öncelikle AMB'nin tarihsel geçmişi, görevleri, organları ve uyguladığı para politika araçları detaylıca açıklanmaktadır. Çalışmanın bir sonraki kısmında Euro Bölgesi'nde uygulanan para politikasının stratejileri, Euro Bölgesi'nin özellikleri, Euro'nun piyasaya sürülmesinden itibaren Euro Bölgesi ülkelerinin enflasyon oranlarının istikrarlı olarak sürdürülmesi, üye ülkelerin enflasyon farkları açıklanmıştır. Aynı zamanda çalışmada Euro Bölgesi ülkeleri ve Euro Bölgesi dışındaki AB üye ülkelerin ekonomik durumu ve enflasyon oranları karşılaştırılmaktadır.

Çalışmanın son kısmında ABD'de başlayan 2008/2009 finansal krizi ve daha sonra Avrupa'da devam eden Borç Krizi dönemlerinde, Euro Bölgesi ülkelerinin ekonomik durumları tartışılmaktadır. Aynı zamanda finansal kriz teorileri, 2008 finansal krizinin sebepleri, daha sonra bu krizin Avrupa'ya yayılarak borç krizine çevrilme nedenleri, bu süreçte AMB' in krize cevap verme mekanizmaları ve krizden çıkan dersler arka arkaya sıralanmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Avrupa Birliği, Avrupa Merkez Bankası, Euro Bölgesi, Enflasyon, Euro, Finansal Piyasalar, Kriz

ADULLAZADE, Müjgan, *The European Central Bank's Price Stabilizing Role In The Euro Area,* 147 p.

Supervisor: Prof. Dr. Berrin CEYLAN-ATAMAN

Master's Thesis, Ankara, 2018.

ABSTRACT

This study discusses the price stabilizing role of the ECB in the Eurozone. Also this study covers detailed information about EU, EMU, ECB and creation of Euro on market. Firstly, the study gives detailed information about the historical background, duties, organs and the monetary policy instruments of ECB. In the next part of the study, the strategies of the monetary policy implemented in the Eurozone, the characteristics of the Eurozone, the stable maintenance of the inflation rates of the Eurozone countries since the introduction of the Euro in market, and the inflation differences of the member countries are explained. At the same time, the study compares the economic situation and the inflation rates of the Euro Area countries and the EU member countries other than the Euro Area.

İn the last part of study, the economic situation of the Eurozone countries is being discussed during the 2008/2009 financial crisis that began in the United State and the debt crisis that continues in Europe. The theories of financal crisis, reasons of the financial crisis in 2008, then the reasons why this crisis spread to Europe and turn into a debt crisis, and ECB's crisis response mechanisms and lessons taken from crises are listed one by one.

Key Words: European Union, European Central Bank, Euro Area, Inflation, Euro, Financial Markets, Crisis

KAYNAKÇA

Abdioğlu, Zehra; Terzi, Harun, "Enflasyon ve Bütçe Açıkları İlişkisi: Tanzi ve Patinkin Etkisi", **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi,** 23(2), 2009, 195-211. http://dergipark.gov.tr/download/article-file/30247 (Erişim: 26.01.2018).

Afxentiou, Panos C, "Convergence, the Maastricht Criteria, and Their Benefits", **The Brown Journal of World Affairs,** 7(1), Winter/ Spring 2000, 245-254. http://www2.econ.iastate.edu/classes/econ353/tesfatsion/MaastrichtConvergenceCriteria.Afxentiou.pdf (Erişim: 26.01.2018).

Afşar, Muharrem, "Küresel Kriz ve Türk Bankacılık Sektörüne Yansımaları", **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi,** 6(2), Ekim 2011, 143-171. http://iibfdergi.ogu.edu.tr/makaleler/11365629_6_6-2_Makale_0.pdf(Erişim: 26.01.2018).

Akçay, Belgin; Göçmen, İlke, **Avrupa Birliği, Tarihçesi, Teorileri, Kurumlar ve Politikalar,** Seçkin Yayınları, 2.Baskı, 2014.

Allan H, Meltzer, "Rational Expectations, Risk, Uncertainty, and Market Respones", in P. Watchel, Crisis in Economic and Financial Structure, Salomon Bros, Series in Financial İnstitutions and Markets, **Lexinton Books,** 1982.

Almunia, Joaquín, "EMU@10: Successes and challenges of 10 years of Economic and Monetary Union", **European Parliament – Plenary Session,** Speech /08/233, Brussels, May, 2008. europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-08-233_en.pdf (Erişim: 26.01.2018).

Altay, Arda, "Mortgage Krizi'nin Avrupa Borç Krizi'ne Etkileri (Panel Veri Yönetimi ile Bir Analiz)", **Kırklareli Üniversitesi, Yüksek Lisans Tezi,** 2015.

Arslan, Özlem, "Avrupa Birliği'ni Oluşturan Ülkelerde Merkez Bankası Bağımsızlığı, Enflasyon ve Diğer Makro Ekonomik Büyüklükler Arasındaki İlişkiler: 1980-2001 Dönemi", **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Uzmanlık Yeterlilik Tezi,** Ankara, 2003. http://www3.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/ozlemarslan.pdf (Erişim: 26.01.2018).

Ateş, Koray, "Finansal Krizlerden Bankacılık Krizlerine Bir Değerlendirme", **Piyasa Dergisi**, Yaz, 11, 2004, 195-215.

Baldwin, Richard; Wyplosz, Charles, **The Economics of European Integration**, forth edition, April, 2012.

BDDK, "ABD Morttgage Krizi", BDDK, Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı, 3, Ağustos,2008. https://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/raporlar/Calisma_Raporlari/5176ABDMORTGAGE05082008x.pdf (Erişim: 26.01.2018).

Beker, Victor, "The European Debt Crisis: Causes and Consequences", **J Stock Forex Trad,** 3(2), 2014.

Bentley, Katherine, "The 2008 Financial Crisis: How Deregulation Led to the Crisis", **Senior Theses, Lake Forest College Publications,** April, 2015. https://publications.lakeforest.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1054&context=seniortheses (Erişim: 26.01.2018).

Bilge, Orhan, "Ekonomik Krizlerin Yoksulluk Üzerine Etkileri", **Sosyal Yardım Uzmanlık Tezi,** T.C. Başbakanlık Sosyal Yardımlaşma ve Dayanışma Genel Müdürlüğü, Ankara, Mayıs, 2009. https://sosyalyardimlar.aile.gov.tr/data/54291802369dc32358ee29ad/Ekonomik%20Kri

zlerin%20Yoksulluk%20%C3%9Czerine%20Etkileri%20Orhan%20Bilge.pdf (Erişim: 26.01.2018).

Birinci, Yüksel, **Euro'nun Uluslararası Finansal Piyasalar ve Türkiye Ekonomisi üzerindeki Etkileri**, İstanbul, Alfa Yayınları, 2001.

Blot, Christophe, "Assessing the Link between Price and Financial Stability", **Working Paper**, February, 2014. https://hal-sciencespo.archives-ouvertes.fr/hal-01070529/document (Erişim: 26.01.2018).

Busuioc-Witowsch, Irina-Raluca, "Theories about the financial crises", **Studies and Scientific Researches**; Economic Edition, No:15, 2010. ftp://ftp.repec.org/opt/ReDIF/RePEc/bac/pdf/2010/20101505.pdf (Erişim: 26.01.2018).

Caraballo, Ma Ángeles; Efthimiadis, Tilemahos, "Is 2% the optimal inflation rate for the Euro Area?", **International economics and economic policy: IEEP. - Berlin: Springer,** ISSN 1612-4804, ZDB-ID 21414051. - Vol. 9.2012, 3/4, 2012, 235-243.

Ciccarelli, Matteo; Mojon, Benoît, "Global Inflation", **The Review of Economics and Statistics**, 92(3), Austos, 2010.

Cini, Michelle; Perez- Solorzano Borragan, Nieves, **European Union Politics**, Fifth Edition, Oxford University Press, 2016.

Claessens, Stijn; Kose, M. Ayhan, "Financial Crises: Explanations, Types, and Implications", **IMF Working Paper,** 13(28), Research Department, January, 2013. https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1328.pdf (Erişim: 26.01.2018).

Comunale, Mariarosaria; Kunovac, Davor,"Exchange rate pass-through in the Euro Area", **European Central Bank, Working Paper Series,** 2003, Januray, 2017.

https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp2003.en.pdf?c057988651b71e9d9b7c65f760e53a05 (Erişim: 26.01.2018).

Constâncio, Vítor, "The European Crisis And The Role Of The Financial System", Bank of Greece Conference on The Crisis in the Euro Area, **European Central Bank,** May, 2013.https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130523_1.en.html (Erişim: 26.01.2018).

Crotty, James, "Structural causes of the global financial crisis: A critical assessment of the New financial architecture", **Cambridge Journal of Economics,** Volume: 33, 2009, 563–580.

Delice, Güven, "Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif", Erciyes Üniversitesi **İ.İ.B.F. Dergis**i, Sayı 20, Ocak-Haziran, 2003, 57-81. http://iibf.erciyes.edu.tr/dergi/sayi20/delice.pdf (Erişim: 26.01.2018).

Deniz, Gülhan, "2008 Küresel Krizinin Ekonomik Etkileri ve Kriz Döneminde Alınan Para-Maliye Politikası Önlemleri", **Cumhuriyet Üniversitesi, Yüksek Lisans Tezi**, Sivas, 2013.

Dilekli Selin, Yeşilkaya Kadriye, "Maastricht Kriterleri", Devlet Planlama Teşkilatı, Avrupa Birliği ile İlişkiler Genel Müdürlüğü, Aralık, 2002.

Doğru, Bülent, "Merkez Bankası Politikalarının fiyat istikrarı ve diğer iktisadi olgular açısından değerlendirilmesi ve Türkiye'de enflasyon hedeflenmesi örneği", **İstanbul Üniversitesi, Doktora Tezi,** 2012. https://core.ac.uk/download/pdf/18424944.pdf (Erişim: 26.01.2018).

Dragoi, Elena Violeta; Coman, Mihaela, Denisa; Ilie, Oana, Mihaela, "TARGET – new payment system for the Euro Area", Annals of the Constantin Brâncuşi University of

Târgu Jiu, **Economy Series**, Issue 2/2015. http://www.utgjiu.ro/revista/ec/pdf/2015-02/15_Dragoi%20Coman%20Ilie.pdf (Erişim: 26.01.2018).

Durmuş, Savaş, "Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Yaklaşımlar", **Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi,** sayı 5, 2010, 31-46. http://dergipark.gov.tr/download/article-file/116123 (Erişim: 26.01.2018).

EC, "Report on Economic and Monetary Union in the European Community", European Commission, Luxemburg: Official Publication of the European Community, April, 1989. http://aei.pitt.edu/1007/1/monetary_delors.pdf (Erişim: 26.01.2018).

EC, Commission Staff Working Document European Financial İntegration Report 2009, European Commission, SEC(2009) 1702 final, Brussel, December,2009. https://ec.europa.eu/info/system/files/efir-report-2009-11122009_en.pdf (Erişim: 26.01.2018).

ECB, Monthly Bulletin, European Central Bank, January, 1999. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb199901en.pdf (Erişim: 26.01.2018).

ECB, Monthly Bulletin, European Central Bank, January, 2003. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb200301en.pdf (Erişim: 26.01.2018).

ECB, Monthly Bulletin, European Central Bank, July, 2007. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb200706en.pdf (Erişim: 26.01.2018).

ECB, Monthly Bulletin, European Central Bank, May, 2012. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb201205en.pdf (Erişim: 26.01.2018).

ECB, Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications, European Central Bank, Frankfurt am Main, September 2003.

https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/inflationdifferentialreporten.pdf (Erişim: 26.01.2018).

ECB, The İmplementation of Monetary Policy in the Euro Area, European Central Bank, Frankfurt am Main, Germany, February 2004. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/gendoc2004en.pdf?01e02c50bd408bb91e13a6ec6e42936d (Erişim: 26.01.2018).

ECB, The İmplementation of Monetary Policy in the Euro Area, European Central Bank, Frankfurt am Main, Germany, September 2006. http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/gendoc2006en.pdf (Erişim: 26.01.2018).

ECB, Annual Report, European Central Bank, Frankfurt am Main, Germany, 2002. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2002en.pdf?4cc01c9b5ba4f31492c002bd7b5c954e (Erişim: 26.01.2018).

ECB, Annual Report, European Central Bank, Frankfurt am Main, Germany, 2003. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2003en.pdf?4cc01c9b5ba4f31492c002bd7b5c954e (Erişim: 26.01.2018).

ECB, Annual Report, European Central Bank, Frankfurt am Main, Germany, 2004. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2004en.pdf?4cc01c9b5ba4f31492c002bd7b5c954e (Erişim: 26.01.2018).

ECB, Annual Report, European Central Bank, Frankfurt am Main, Germany, 2005. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2005en.pdf?4cc01c9b5ba4f31492c002bd7b5c954e (Erişim: 26.01.2018).

ECB, Annual Report, European Central Bank, Frankfurt am Main, Germany, 2006. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2006en.pdf?4cc01c9b5ba4f31492c002bd7b5c954e (Erişim: 26.01.2018).

ECB, Annual Report, European Central Bank, Frankfurt am Main, Germany, 2007. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2007en.pdf?4cc01c9b5ba4f31492c002bd7b5c954e (Erişim: 26.01.2018).

ECB, Annual Report, European Central Bank, Frankfurt am Main, Germany, 2008. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2008en.pdf?4cc01c9b5ba4f31492c002bd7b5c954e (Erişim: 26.01.2018).

ECB, Annual Report, European Central Bank, Frankfurt am Main, Germany, 2009. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2009en.pdf?4cc01c9b5ba4f31492c002bd7b5c954e (Erişim: 26.01.2018).

ECB, Annual Report, European Central Bank, Frankfurt am Main, Germany, 2010. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2010en.pdf?324f7d8ad4ab8ba9f466701faf8cab52 (Erişim: 26.01.2018).

ECB, Annual Report, European Central Bank, Frankfurt am Main, Germany, 2011. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2011en.pdf?4cc01c9b5ba4f31492c002bd7b5c954e (Erişim: 26.01.2018).

ECB, Annual Report, European Central Bank, Frankfurt am Main, Germany, 2012. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2012en.pdf?4cc01c9b5ba4f31492c002bd7b5c954e (Erişim: 26.01.2018).

ECB, Annual Report, European Central Bank, Frankfurt am Main, Germany, 2013. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2013en.pdf?4cc01c9b5ba4f31492c002bd7b5c954e (Erişim: 26.01.2018).

ECB, İnformation Guide For Credit İnstitutions Using TARGET, European Central Bank, June, 2005.

https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/targetguide2005en.pdf?19fff95f809c1ef38fae810f87d1c8e7 (Erişim: 26.01.2018).

ECB, "Monetary Policy and Inflation Differentials in a Heterogeneous Currency Area", European Central Bank, Monthly Bulletin, May 2005. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/pp61_77_mb200505en.pdf?bdd0c88e153293054b0c43123bca1724 (Erişim: 26.01.2018).

ECB, The İmpact Of The Euro On Financial Markets, European Cnetral Bank, Working Papaer Series, no:598, March 2006. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp598.pdf?54590acebd02d27aaac94aaae68d5a29 (Erişim: 26.01.2018).

ECB, TARGET Annual Report, European Central Bank, May 2001. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/targetar2000en.pdf?323fb7ef076a0872c4548f150a483413 (Erişim: 26.01.2018).

ECB, TARGET Annual Report, European Central Bank, 2005. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/targetar2005en.pdf?44d4c991efa28173ec21a2b3bef043d0 (Erişim: 26.01.2018).

ECB, TARGET Annual Report, European Central Bank, 2008. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/targetar2008en.pdf?44d4c991efa28173ec21a2b3bef043d0 (Erişim: 26.01.2018).

ECB, TARGET Annual Report, European Central Bank, 2009. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/targetar2009en.pdf?ef641842b1a2223fe5369672e1651165 (Erişim: 26.01.2018).

ECB, TARGET Annual Report, European Central Bank, 2013. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/targetar2013en.pdf (Erişim: 26.01.2018).

ECB, The Payment System. Payments, Securities and Derivatives, and The Role of The Eurosystem, European Central Bank, 2010. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/paymentsystem201009en.pdf (Erişim: 26.01.2018).

ECB, The Monetary Policy of The ECB, European Central Bank, Frankfurt am Main, Germany, 2011. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf (Erişim: 26.01.2018).

ECB, The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area, General Documentation on Eurosystem Monetary Policy İnstruments And Procedures, European Central Bank, February, 2004. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/gendoc2004en.pdf?384936376ae680f60629c135be6acaa8 (Erişim: 26.01.2018).

ECB, The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area, General Documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments And Procedures, European Central Bank, September, 2006. http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/gendoc2006en.pdf (Erişim: 26.01.2018).

ECB, The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area, General Documentation on Eurosystem Monetary Policy İnstruments And Procedures, European Central Bank, February, 2011. http://www.ecb.int/pub/pdf/other/gendoc2011en.pdf (Erişim: 26.01.2018).

Erçel, Gazi "1998 Yılı Para Politikası Uygulaması: Basın Toplantısı", **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası,** Ankara, 8 Ocak, 1998.

Erdoğdu, Pekcan, "Sorularla Avrupa Birliği ve Türkiye İlişkilerinde Euro", **İstanbul Ticaret Odası Avrupa Birliği Şubesi Yayını,** Yayın No: 1999-9, 1999.

Eurosystem, "TARGET. The current TARGET system", Frankfurt am Main Germany 2005.https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/target2005en.pdf?3201cff4f28bcafbdf32f3c1904c874c (Erişim: 26.01.2018).

Fathi, Abdulkarim, Osman, "A Study on the Sovereign Debt Crisis in Europe", **The British University in Dubai,** May, 2014. https://bspace.buid.ac.ae/bitstream/1234/693/1/90120.pdf (Erişim: 26.01.2018).

Fendel Ralf; Frenkel, Michael, "Inflation differentials in the Euro area: did the ECB care?", **Journal Applied Economics,** 41(10), 2009. https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-00582000/document (Erişim: 26.01.2018).

Ferguson, Roger, "Should Financial Stability Be an Explicit Central Bank Objective?", **Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems, Conference at the IMF in Washington,** D.C., September 16–17, 2002. https://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2002/gfs/eng/ferguson.pdf (Erişim: 26.01.2018).

Fink, Steven, **Crisis Management Planning for the Inevitable,** 1986.

Fischer, Justina AV; Hahn,Volker, "Determinants of trust in the European Central Bank", **SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance,** The Economic Research Institute, Stockholm School of Economics, 2008. https://swopec.hhs.se/hastef/papers/hastef0695.pdf (Erişim: 26.01.2018).

Fratzscher, Marcel; Duca, Marco Lo; Straub, Roland, "European Central Bank Unconventional Monetary Policy Actions: Market Impact, International Spillovers and Transmission Channels", **Paper presented at the 15th Jacques Polak Annual Research Conference, International Monetary Fund Washington,** DC─November 13–14, 2014.

https://www.imf.org/external/np/res/seminars/2014/arc/pdf/fratzscher_loluca_straub.pdf (Erişim: 26.01.2018).

Gerdesmeier, Dieter, **Price Stability: Why is it important for you?,** European Central Bank, Frankfurt am Main, April, 2009. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/whypricestabilityen.pdf?c45e06c3c2816976d2058e011f0dd841 (Erişim: 26.01.2018).

González-Páramo, José Manuel, "The ECB's monetary policy during the crisis", **Closing speech at the Tenth Economic Policy Conference,** Málaga, 21 October 2011. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111021_1.en.html (Erişim: 26.01.2018).

Glick, Reuven; Hutchison, Michael, "Banking and Currency Crises: How Common Are Twins?", Federal Reserve Bank of San Francisco, Center for Pacific Basin Monetary and Economic Studies Economic Research Department, **Pacific Basin Working Paper Series**, No: PB99-07, December, 1999. https://www.frbsf.org/economic-research/files/wppb99-07.pdf (Erişim: 26.01.2018).

Goodhart, C.A.E, "Lessons for monetary policy from the euro-area crisis, The crisis in the Euro Area", **Special Conference Paper,** May 23-24, July, 2013. http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/SCP201317.pdf (Erişim: 26.01.2018).

Grauwe, Paul De, **Economics of Monetary Union,** Oxford University Press, Twelfh Edition, 2018.

Grauwe, Paul De; Ji, Yuemei, "The fragility of two monetary regimes: The European Monetary System and the Eurozone", **National Bank of Belgium,** Working Paper No: 243, October, 2013.

Grégory, Claeys; Álvaro, Leandro; Allison Mandra, "European Central Bank quantitative easing: the detailed manual", Bruegel Policy Contribution No. 2015/02, Brussels: Leibniz Information Centre for Economics, Bruegel, 2015. https://www.econstor.eu/bitstream/10419/126687/1/823793087.pdf (Erişim: 26.01.2018).

Gülbahar, Suat, "Finansal Kriz-Bankacılık Krizleri Bağlamında Krizden Etkilenen bankaların Yeniden Yapılandırılması", **Yüksek Lisans Tezi, Gaziantep,** 2017.

Haan, Jakob De; Hoeberichts, Marco; Maas, Renske, "İnflation in the Euro Area and why it matters", **Occasional Studies** 14-3, De Nederlandsche Bank N.V, 2016. https://www.dnb.nl/en/binaries/1605458_OS14-3_ENG_v9_tcm47-346543.pdf (Erişim: 26.01.2018).

Hämäläinen, Sirkka, "European Economic and Monetary Union-principles and perspectives", **The Tore Browaldh lecture, School of Economics and Commercial Law,** Gothenburg University, February, 1999. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/1999/html/sp990225.en.html (Erişim: 26.01.2018).

Handelshoykole, Norges, "The Financial and Economic Situation in the Eurozone" **Master Thesis, Bergen,** Spring, 2012. https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/169539/Oevreboe%202012.PDF?sequence=1 (Erişim: 26.01.2018).

Hodson, Dermot, "Eurozone Governance: Deflation, Grexit 2,0 and the Second Coming of Jean- Claude Juncker", **JCMS: Journal of Common Market Studies, Journal of Common Market Studies,** 53(1), 2015, 144–161. http://www.bbk.ac.uk/politics/our-staff/academic/Eurozone2014prepublication.pdf (Erişim: 26.01.2018).

Harrison, David, **Price and Financial Stability: Rethinking Financial Markets,** 2018.

International Monetary Fund, "Financial Crises: Characteristics And Indicators Of Vulnerability" **In Financial Crises: Causes And Indicators, World Economic And Fınancıal Surveys World Economic Outlook,** 1998.

İssing, Ottmar, "The Monetary Policy of the Eurosystem", Finance and Development A Quarterly Magazine of the International Monetary Fund, 36(1), March 1999. http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1999/03/issing.html (Erişim: 26.01.2018).

Jickling, Mark,"Causes of the Financial Crisis", Congressional Research Service, **Report for Congress,** Cornell University ILR School, Digital Commons@ILR, 2009. https://digitalcommons.ilr.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1605&context=key_workplace (Erişim: 26.01.2018).

Juncker, Jean-Claude; Tusk, Donald; Dijsselbloem, Jeroen, "Completing Europe's Economic and Monetary Union", **European Comission,** 2015. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/5presidentsreport.en.pdf (Erişim: 26.01.2018).

Karadağ, Mithat, "Modern Merkez Bankacılığına İki Örnek: FED ve Avrupa Merkez Bankası", **Yıldız Teknik Üniversitesi, Yüksek Lisans Tezi,** İstanbul, 2007.

Karataş, Erkin, Cihangir, "Avrupa Merkez Bankası'nın Para Piyasaları Üzerindeki Etkisi", **İstanbul Üniversitesi, Yüksek Lisans Tezi,** 2015. http://acikerisim.istanbul.edu.tr/bitstream/handle/123456789/33158/53226.pdf?sequence=1&isAllowed=y (Erişim: 26.01.2018).

Kibritçioğlu, Aykut, "Türkiye'de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001", **Yeni Türkiye Dergisi,** Ekonomik Kriz Özel Sayısı, Yıl: 7, Sayı 41, s.174-182, Eylül- Ekim, 2001.

Krugman, Paul, “A Model of Balance of Payment Crises,” **Journal of Money,** Credit and Banking, 11, 1979, 311–325.

Kucharčuková, Oxana, Babecká; Claeys, Peter; Vašíček, Bořek “Spillover of the ECB’s Monetary Policy Outside the Euro Area: How Different is Conventional From Unconventional Policy?”, **Working Paper Series** No.15, Czech National Bank, 2014. https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/research/research_publications/cnb_wp/download/cnbwp_2014_15.pdf (Erişim: 26.01.2018).

Lehtimäki, Olli “Evaluation of the European Central Bank's Reactions to the Recent Financial Crisis within the Two Pillar Framework”, Helsinki School of Economics, Master Thesis, 2009. http://epub.lib.aalto.fi/en/ethesis/pdf/12091/hse_ethesis_12091.pdf (Erişim: 26.01.2018).

Makinist, Zeynep, “Merkez Bankası’nın Bağımsızlığı Çerçevesinde, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ile Avrupa Merkez Bankası’nın Karşılaştırılması”, **Hacettepe Üniversitesi, Yüksek Lisans Tezi,** Ankara, 2005.

March, David, **The Euro - the Politics of the New Global Currency,** 2009.

Minikin, Robert, **The ERM Explained –A Straightforward Guide to the Exchange Rate Mechanism and the European Currency Debate,** March, 1993.

Mishkin, Frederic S, “Lessons from Asian Crisis”, **Journal of International Money and Finance**, 18(4), August, 1999, 709-723.

Mishkin, Frederic S, “Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries”, **NBER Working Paper Series, 8087,** January, Cambridge, 2001.

Mongelli, Francesso Paolo; Wyplosz, Charles, "The Euro at Ten – unfulfilled threats and unexpected challenges", fifth **ECB Central Banking Conference,** 13-14 Novermber, 2008, Bartosz Mackowi (ed.), s.24-58, 2009. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/euroattenen2009en.pdf?9fbb9bfbfae8db524b83f7cbc0e99416 (Erişim: 26.01.2018).

Mongelli, Francesso Paolo, "The mutating Euro Area crisis: is the balance between sceptics and "advocates" shifting?" **European Central Bank Occasional Paper,** (144), 2013. https://www.econstor.eu/bitstream/10419/154597/1/ecbop144.pdf (Erişim: 26.01.2018).

Mundell, Robert, "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates", **The Canadian Journal of Economics and Political Science,** 29(4), November, 1963, 475-485,. http://jrxy.zjsu.edu.cn/jrxy/jssc/2904.pdf (Erişim: 26.01.2018).

Neyer, Ulrike, **The Design of the Eurosystem's Monetary Policy Instruments,** 2007.

Praet, Peter, "The crisis response in the euro area", April, 2013. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130417.en.html (Erişim: 26.01.2018).

Praet, Peter, "Monetary policy and the Euro Area economic expansion", At the JP Morgan Seminar entitled "Euro Zone: Will the European Recovery Continue?", **European Central Bank,** Washington D.C, 12 October 2017. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/ecb.sp171012.en.html (Erişim: 26.01.2018).

Praet, Peter, "The Eurozone's experience with unconventional Monetary Policy", **ECB, Monetary and Financial Policy Conference of the Money Macro and Finance**

(MMF) Research Group, London, October, 2017. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/ecb.sp171002_slides.en.pdf (Erişim: 26.01.2018).

Risse, Thomas; Englelmann-Martın, Daniel; Roscher, Klaus,"To Euro or Not to Euro?, The EMU and Identity Politics in the European Union", **European University Institute, European Journal of International Relations, Sage Publications,** London, Thousand Oaks, CA and New Delhi, 5(2), 1999, 147-187. http://www.uasb.edu.ec/UserFiles/372/File/pdfs/CENTRO%20ANDINO%20DE%20ESTUDIOS%20INTERNACIONALES/Timo%20Goosmann%20Risse%20-%20to%20Euro%20or%20not%20to%20Euro.pdf (Erişim: 26.01.2018).

Reinhart, Carmen, M; Rogoff Kenneth, S, **This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly,** Princeton Univercity Press, Princeton and Oxford, 2009.

Rogers, John, "Monetary union, price level convergence, and inflation: how close is Europe to the United States?", **International Finance Discussion Paper No. 740,** Federal Reserve Board, New York, 2002.

Scheller, Hanspeter, K, "The European Central Bank History, Role and Functions", **European Central Bank,** 2004. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2004en.pdf (Erişim: 26.01.2018).

Scheller, Hanspeter, K, "The European Central Bank History, Role and Functions", **European Central Bank**, 2006. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006en.pdf (Erişim: 26.01.2018).

Schulz, Martin, "The European Financial Crisis, Analysis and a Novel İntervention", Parlamentum Europaeum, Hardvard univercity, June, 2014. https://scholar.harvard.edu/files/markesposito/files/eurocrisis.pdf (Erişim: 26.01.2018).

Sever, Erşan; Mızrak, Zekeriya, "Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Oranları Arasındaki İlişkiler: Türkiye Uygulaması", **SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi,** 7(13), 2007, 264-283. http://dergipark.gov.tr/download/article-file/289511 (Erişim: 26.01.2018).

Seyidoğlu, Halil, **Uluslararası İktisat,** Geliştirilmiş 13. Baskı, İstanbul, 1999.

Sinn, Hans, Werner, **The Euro Trap**, Oxford: Oxford University Press, 2014.

Smaghi, Lorenzo Bini, "The Euro Area's Exchange Rate Policy and the Experience with International Monetary Coordination during the Crisis", **European Commission,** Brussels, April 2009. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090406.en.html (Erişim: 26.01.2018).

Şanlıoğlu, Ömer, "Avrupa Birliği'nin Yapısal Bir Krizi Olarak Euro Krizinin Nedenleri ve Etkileri Üzerine Bir Değerlendirme", **Kırkkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi,** 6(2), Temmuz, 2016, 99-115. http://dergipark.gov.tr/download/article-file/232260 (Erişim: 26.01.2018).

TCMB, Yıllık Rapor, Bülten, Sayı:3, **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**, Eylül, 2006.

Tosun, Talip, Ekonomik Krizler ve Katılım Bankacılığı: 2008 Krizi ve Türkiye Örneği, **İstanbul Sabahattin Zaim Üniversitesi, Yüksek Lisans Tezi,** İstanbul, 2015.

Trichet, Jean-Claude, "State of the Union: The Financial Crisis and the ECB's Response between 2007 and 2009", **JCMS** 48 Annual Review, 2010, 7–19.

Trichet, Jean-Claude, "The European Central Bank, The Eurosytem, The European System of Central Banks", European Central Bank, Frankfurt am Main, Germany, 2009. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/escb_en_weben.pdf?bd488dc2c27e3693354a9f9a3cf49058 (Erişim: 26.01.2018).

Turgut, Ahmet, "Türleri, Nedenleri ve Göstergeleriyle Finansal Krizler", **TÜHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi,** 20(5), Kasım 2006 / Şubat 2007. http://www.tuhis.org.tr/upload/dergi/1348811764.pdf (Erişim: 26.01.2018).

US. Department of the Treasury, "The financial Crisis Response: İn Charts." April, 2012.

Weber, Sebastian, "European Financial Market Integration: A Closer Look At Government Bonds İn Eurozone Countries", **German Institute for Economic Research Paper** No. 864, July, 2009.

Yavuz, Ali; Şataf Ceyda; Kır, Serap, Gül, "Avrupa'da Borç krizi ve Çözüm Arayışları", **Afyon Kocatepe Üniversitesi, İİBF Dergisi,** Cilt XV, Sayı II, 2013.

Yay, Turan; Yay, Gülsüm Gürkan; Yılmaz, Ensar, "Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler", **İstanbul Ticaret Odası Yayınları,** No: 47, İstanbul, 2001.

Yücel, Fatih; Kalyoncu, Hüseyn, "Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri ve Ülke Ekonomilerini Etkileme Kanalları: Türkiye Örneği" **Maliye Dergisi,** 159, Temmuz-Aralık 2010, 53-69. https://dergiler.sgb.gov.tr/calismalar/maliye_dergisi/yayinlar/md/159/FatihY%C3%9CCEL.pdf (Erişim: 26.01.2018).

Yücememiş, Başak, Tanınmış**, Parasal Birlik, Avrupa Merkez Bankası ve Türkiye'ye Yansımaları,** Derin Yayınları, İstanbul, 2005.

Zilioli, Chiara; Selmayr; Martin, The Law of the European Central Bank, Hart Publishing, Oxford and Portland, **Yearbook of European Law,** 21(1), November, 2001, 550–555.

Zsolt, Darvas, "The Euro crisis: Ten roots, but fewer solutions", **Bruegel Policy Contribution. Brussels: Leibniz Information Centre for Economics,** Bruegel, 2012.